

München, 1960

Die Industriefinanzierung
über den Effektenmarkt von der
Währungsreform bis Ende 1956

Rudolf Dorner

DIE INDUSTRIEFINANZIERUNG ÜBER DEN EFFEKTENMARKT

VON DER WÄHRUNGSREFORM BIS ENDE 1956

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität
zu München



vorgelegt von
Rudolf Dorner

1960

5349/60

Referent: Professor Dr. Otto Hintner

Korreferent: Professor Dr. Robert Nieschlag

Tag der mündlichen Prüfung: 18. Dezember 1959

UNI-DRUCK, München 13, Amalienstraße 85

EINLEITUNG

Nachdem durch die Währungsreform die Grundlagen für eine gesunde Entwicklung der Wirtschaft geschaffen waren, galt es, der Industrie einen sicheren finanziellen Unterbau zu geben.

Die finanzielle Lage der westdeutschen Industrie nach der Währungsreform war durch echten Kapitalmangel gekennzeichnet: Einem außerordentlich hohen Kapitalbedarf standen nur geringe langfristige Finanzierungsmittel gegenüber. Die Kapitalbeschaffung gestaltete sich insbesondere deshalb schwierig, weil wegen der Gefahren einer übermäßigen Kreditfinanzierung Finanzierungsmethoden gesucht werden mußten, die die Stabilität der Wirtschaft und der Währung nicht gefährdeten.

Als beste Methode einer gesunden Investitionsfinanzierung gilt die Beschaffung der notwendigen langfristigen Mittel durch Effektausgabe.

In dieser Dissertation werden die verschiedenen Arten und Methoden, der Umfang sowie die Probleme der industriellen Effektenfinanzierung von der Währungsreform (Juni 1948) bis Ende des Jahres 1956 untersucht.

Im ersten Teil werden die Probleme und Schwierigkeiten der Effektenfinanzierung der Industrie während der ersten Jahre nach der Währungsreform aufgezeigt. An eine ausführliche Darstellung der Situation des Effektenmarktes schließt sich eine Untersuchung der industriellen Investitionsfinanzierung. Die Untersuchungen erstrecken sich auf eine vergleichende Darstellung der verschiedenen Finanzierungsarten und ihrer Auswirkungen auf die Kapitalstruktur der Industrieunternehmen.

Der zweite Teil behandelt in chronologischer Form die Entwicklung der industriellen Effektenfinanzierung von der Währungsreform bis Ende des Jahres 1956, und zwar die Aktienfinanzierung, die Obligationenfinanzierung und die Finanzierung durch Wandel-Obligationen. Im Rahmen dieser Darstellung wird auf sämtliche mit der Effektenfinanzierung verbundenen Kapital- und Kreditvorgänge sowie auf die sich dabei ergebenden betriebswirtschaftlichen Finanzierungsprobleme eingegangen.

In Anbetracht der Bedeutung einer verstärkten Effektenfinanzierung für die industriellen Kapitalgesellschaften werden im dritten Teil - ausgehend von den aktuellen Finanzierungsproblemen der Industrie - alle Maßnahmen erörtert, die der Popularisierung des Effektensparens dienen.

Die zusammenfassende Übersicht gibt eine kritische Beurteilung der Gesamtentwicklung der industriellen Effektenfinanzierung. - Im Anhang finden sich mehrere statistische Tabellen, die die zahlenmäßige Darstellung der Untersuchungen enthalten.

DIE INDUSTRIEFINANZIERUNG ÜBER DEN EFFEKTENMARKT VON
DER WÄHRUNGSREFORM BIS ENDE 1956

	<u>Seite</u>
Einleitung	III
 <u>Erster Teil:</u>	
Die Probleme und Schwierigkeiten der industriellen Effekten- finanzierung nach der Währungsreform	
A. Die Situation des Effektenmarktes in den ersten Jahren nach der Währungsreform	1
I. Die Kapitalknappheit	1
1. Die Kapitalvernichtung durch den Krieg und die Kriegsfolgen	1
2. Die Geldabwertung durch die Währungsreform	2
II. Die Verzögerung der Kapitalneubildung	3
1. Die ungenügende Sparkapitalbildung	4
a) Der Nachholbedarf an Konsumgütern	4
b) Der mangelnde Sparwille	4
c) Die geschwächte Sparfähigkeit	5
d) Die ungesunde Struktur der Geldkapitalbildung	6
2. Die Unpopularität des Effektensparens	7
3. Die schleppende Wertpapierbereinigung	9
4. Die Entflechtung der Industriekonzerne	12
5. Die Dekonzentration der Großbanken	18
III. Die staatliche Einflußnahme auf die Kapitalbildung	20
1. Die Steuerpolitik	21
a) Die steuerliche Diskriminierung der Aktie	22
b) Die zweischichtige Steuerpolitik am Rentenmarkt	25
2. Die Zinspolitik	27
a) Der Streit um die Höhe des Kapitalmarktzinses	27
b) Die staatlichen Eingriffe in das Zinsgefüge	30
3. Die Sparförderung	32
4. Die Emissionskontrolle	34
5. Der Dividendenstopp	37
B. Die Investitionsfinanzierung der Industrie	39
I. Kapitalbildung und Investitionsfinanzierung	39
1. Geldkapitalbildung und Geldkapitalverwendung	39

	<u>Seite</u>
2. Die Schwierigkeiten der statistischen Ermittlung der industriellen Investitionsfinanzierung	43
II. Die Quellen der Investitionsfinanzierung	44
1. Die Selbstfinanzierung	45
a) Die Problematik und die Folgen der hohen Selbstfinanzierung	45
b) Der Rückgang der Selbstfinanzierung	47
2. Die kurzfristigen Bankkredite	49
a) Investitionsfinanzierung mit kurzfristigen Krediten	49
aa) Das System der Vorfinanzierung	49
bb) Die Vorfinanzierung nach der Währungsreform	50
b) Mangelnde Konsolidierungsmöglichkeit	50
aa) Die Unergiebigkeit des Effektenmarktes	50
bb) Die Verhaltensweise der Kreditbanken	51
cc) Die Gefahren der ungenügenden Konsolidierung	52
cca) für den Bankenapparat	52
ccb) für die Industrieunternehmen	53
3. Die Finanzierung aus Rückstellungen	54
a) Die Rückstellungen als zusätzliche Finanzierungsquelle	54
b) Die Problematik der Investitionsfinanzierung aus Rückstellungen	55
4. Die Effektenfinanzierung	56
a) Die Tendenz zum längerfristigen Sparen	56
b) Die Rückkehr zur Effektenfinanzierung	57
III. Die Auswirkungen der Investitionsfinanzierung auf die Kapitalstruktur der Industrieunternehmen	59
1. Der Anteil des Fremdkapitals an der Bilanzsumme	61
2. Der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme	62
3. Die Relation zwischen Eigenkapital und Fremdkapital	65
4. Das Verhältnis von Eigenkapital und langfristigem Fremdkapital zum Anlagevermögen	67
5. Die krisengefährdete Finanzstruktur	70

Zweiter Teil:

Die Entwicklung der industriellen Effektenfinanzierung

A. Die Effektenbörsen nach der Währungsreform	73
I. Die Börsenlage nach der Währungsreform	73
II. Die Entwicklung der Effektenbörsen	73
B. Die Aktienfinanzierung	75
I. Die Problematik der Wiederherstellung eines funktionsfähigen Aktienmarktes	75
1. Die Wechselbeziehungen zwischen Kapitalmarktstruktur und Kapitalmarktpolitik	75
2. Die Hauptprobleme des Aktienmarktes	76
a) Aufnahmefähigkeit und Aufnahmebereitschaft der Nachfrageseite	76
b) Die organisatorischen Probleme des Börsenhandels	77
c) Das Bewertungsproblem	78
aa) Das Problem der richtigen Bewertung	78
bb) Die Substanzorientierung	79
cc) Der verhängnisvolle Einfluß der Marktmenge	79
II. Die Situation des Aktienmarktes in den ersten Jahren nach der Währungsreform	80
1. Die Unergiebigkeit des Aktienmarktes	80
a) Der brachliegende Aktienmarkt	80
b) Fehlende Emissionsreife infolge der Unterparikurse	82
c) Mangelnde Dividendenausschüttungen	84
aa) Die Bestimmungsgründe der Dividendenentwicklung	84
bb) Die Dividendenentwicklung in Zahlen	85
cc) Die Notwendigkeit einer angemessenen Dividende	87
d) Trotz Kursbelebung keine Fortschritte am Aktienmarkt	88
2. Die Ursachen der Funktionsunfähigkeit des Aktienmarktes	89
a) Die hohe Besteuerung der Aktie	89
aa) Die Besteuerung der Aktie von der Währungsreform bis zur Kleinen Steuerreform	89
bb) Die Besteuerung der Aktie von der Kleinen Steuerreform bis zur Großen Steuerreform	94
cc) Die Besteuerung der Aktie nach der Großen Steuerreform	96

	<u>Seite</u>
b) Die Vorteile der Fremdfinanzierung gegenüber der Beteiligungsfinanzierung	99
c) Die Benachteiligung der Aktie im Rahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes	100
aa) Die Notwendigkeit einer wirksamen Kapitalmarktförderung	100
bb) Die steuerliche Diskriminierung der Aktie im Kapitalmarktförderungsgesetz	101
cc) Die Folgen des Kapitalmarktförderungsgesetzes für die Aktienfinanzierung	103
III. Die Wiederbelebung des Aktienmarktes	105
1. Ansätze zur Verbesserung der Aufnahmebereitschaft	105
a) Die günstigen Kapitalumstellungen der Aktiengesellschaften	105
b) Die Nachfragesteigerung nach Aktien	107
2. Zeitweiliger Rückschlag am Aktienmarkt	109
a) Von der Substanzorientierung zum Renditedenken	109
b) Unbefriedigende Emissionsergebnisse	110
3. Erneuter Aufschwung am Aktienmarkt	112
a) Die Ursachen des Aufschwungs	112
aa) Kurssteigerungen infolge von Spekulationskäufen	113
bb) Die Tendenz zu höheren Dividendenaus- schüttungen	115
b) Emissionsreifer Kursstand	117
c) Verstärkte Aktienfinanzierung	118
IV. Die Renaissance der Aktie	119
1. Der Abbau der Hindernisse	119
a) Das Auslaufen des Kapitalmarktförderungsgesetzes	120
b) Die steuerliche Entlastung der Aktie durch die Große Steuerreform	120
2. Die Aktienfinanzierung über den Börsenmarkt	120
a) Die Gewährung von Bezugsrechten	121
b) Stimulierende Spekulationskäufe	121
c) Zunehmende Dividendenfreudigkeit	122
d) Exkurs über die Dividendenpolitik	125

	<u>Seite</u>
3. Die Rückkehr der Aktie als Finanzierungsinstrument	127
a) Günstiges Emissionsklima	127
b) Hohe Emissionsergebnisse	127
c) Die Marktverbreiterung	128
d) Steigende Aufnahmefähigkeit des Aktienmarktes	128
4. Die wiedererlangte Funktionsfähigkeit der Aktienbörse	129
V. Die Tendenz zur endgültigen Konsolidierung des Aktienmarktes	129
1. Aktienfinanzierung und Investitionsfinanzierung	129
2. Börsenmäßige und außerbörsenmäßige Aktienfinanzierung	131
3. Emissionserfolge trotz Kursrückschlägen	131
C. Obligationenfinanzierung	132
I. Der Obligationenmarkt nach der Währungsreform	132
1. Die Unergiebigkeit des Obligationenmarktes	132
a) Hindernisse für Industrie-Anleihen	132
b) Absatzschwierigkeiten	133
2. Ursachen der Unergiebigkeit	135
a) Die steuerliche Benachteiligung	135
b) Die Emissionsbehinderung durch das Kapitalverkehrsgesetz	136
3. Emissionsstille trotz Kursbelebung	136
II. Die Industrie-Obligationen im Rahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes	138
1. Das Versagen der bisherigen Kapitalmarktpolitik	138
2. Der Versuch einer wirksamen Kapitalmarktförderung	138
a) Abwege der Zinspolitik	138
b) Die Bestimmungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes im Hinblick auf die Industrieobligationen	139
3. Die Diskriminierung der Industrie-Obligationen durch die Privilegierung der staatlichen Emissionen	140
a) Die steuerliche Begünstigung der Erträge öffentlicher Emissionen	140
b) Die steuerliche Begünstigung des Erwerbs öffentlicher Emissionen	142

c) Die günstige Ausstattung der öffentlichen Emissionen	143
4. Die Auswirkungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes auf die Industrie-Obligationen	144
a) Der ungleiche Wettbewerb	144
b) Die Emissionskonjunktur der staatlichen Emissionen	145
5. Die Aufhebung des Zinsstopps	146
a) Die Emission 8 %iger Industrie-Anleihen	146
aa) Starke Nachfragebelebung durch attraktives Zinsangebot	147
bb) Hohe Kapitalbeschaffungskosten hemmen Emissionsvorhaben	148
b) Die Tendenz zur Zinssenkung	149
aa) Laufende Änderungen der Emissionsbedingungen	149
bb) Geringe Obligationenfinanzierung	149
III. Freiheit und Gleichheit am Rentenmarkt	150
1. Die Befreiung des Effektenmarktes	150
2. Die Zurückhaltung der industriellen Emittenten	152
a) Die Bevorzugung der Schuldscheindarlehen	152
b) Die Belastung des Obligationenmarktes durch die Investitionshilfepapiere	153
c) Die Liquiditätsempfindlichkeit der Wertpapier-anleger	153
d) Die Restriktionspolitik der Notenbank und ihre Folgen	155
IV. Die Rückkehr zur Obligationenfinanzierung	155
1. Der neue 8 %ige Anleihe-Typ	155
a) Die Ausstattung der neuen Anleihen	156
b) Stürmische Nachfrage	157
c) Die Emissionswelle	157
d) Tauschoperationen	158
2. Erneute Benachteiligung der Industrie-Obligationen	158
a) Wiederum steuerliche Diskriminierungen	158
b) Die Folgen für den Anleihenmarkt	159
3. Probleme der Anleihefinanzierung	160
a) Verhängnisvoller Wettbewerb in der Ausstattung der Emissionen	160
b) Gefahren der hohen Zinsbelastung	160
4. Emissionsrekord trotz vieler Hindernisse	160

	<u>Seite</u>
D. Die Finanzierung mit Wandel-Obligationen	161
I. Die Wandel-Obligationen als Finanzierungsinstrument	161
1. Die allgemeinen Vorteile der Wandel-Obligation	162
a) Vorteile für den Erwerber	162
b) Vorteile für den Emittenten	162
2. Die temporären Vorteile der Wandel-Obligationen- finanzierung	163
a) Die Lage am Effektenmarkt	163
b) Der Substanzwertgedanke	163
c) Die steuerlichen Vorteile	164
II. Die Wandel-Obligation als Notbehelf der Industrie- Finanzierung	165
1. Die Wandel-Obligation als Ausweg aus dem Dilemma der Aktien- und Obligationenfinanzierung	165
2. Die große Zeit der Wandel-Obligationen	166
a) Die Ausstattung der Wandel-Anleihen	166
b) Erfolgreiche Emissionen	167
c) Die Folgen für den Aktien- und Obligationenmarkt	167
3. Der Rückgang der Wandel-Obligationenfinanzierung	168
 <u>Dritter Teil:</u>	
Aufgaben und Probleme einer verstärkten Effektenfinanzierung	170
A. Aktuelle Finanzierungsprobleme der Industrie	170
I. Finanzierungsprobleme der vollbeschäftigten Wirtschaft	170
II. Die wirtschaftliche Bedeutung der Aktiengesellschaften als Unternehmungsform	171
III. Die Notwendigkeit einer aktiven Emissionspolitik	175
B. Popularisierung des Effektensparens	178
I. Popularisierung der Aktie	178
1. Die Gewinnung neuer Aktiensparer	178
2. Die Schaffung von Kleinaktien	180
3. Die problematische Volksaktie	181

	<u>Seite</u>
II. Das Investment-Sparen	183
1. Wesen und Aufgaben der Investment-Gesellschaften	183
2. Investment-Sparen und Industriefinanzierung	183
3. Die erfolgreiche Entwicklung des Investment-Sparens	184
Zusammenfassende Übersicht	186
Anhang	189
Literaturverzeichnis	199

I. TEIL

DIE PROBLEME UND SCHWIERIGKEITEN DER INDUSTRIELLEN EFFEKTENFINANZIERUNG NACH DER WÄHRUNGSREFORM

A. Die Situation des Effektenmarktes in den ersten Jahren nach der Währungsreform

I. Die Kapitalknappheit

Die Situation der Industriefinanzierung nach der Währungsreform ist durch eine außerordentliche Knappheit an Geld- und Sachkapital gekennzeichnet, welche sich auf zwei Hauptursachen zurückführen läßt: die Vernichtung von Realkapital während der Kriegs- und Nachkriegsjahre und die Geldabwertung durch die Währungsreform.

1. Die Kapitalvernichtung durch den Krieg und die Kriegsfolgen

Die Verschlechterung der Kapitalstruktur der Industrieunternehmen reicht weit in die Kriegsjahre zurück. Sie liegt vor allem in der außergewöhnlichen Entwicklung der Kapitalbildung und Kapitallenkung während des zweiten Weltkrieges. Die infolge des erzwungenen Konsumverzichtes einerseits und der inflationistischen Geldvermehrung andererseits gebildeten Spargelder flossen den Banken zu und wurden vom Staat für die Kriegsfinanzierung abgeschöpft. Die Lenkung des Geldkapitals blieb nicht der Verteilerfunktion des Kapitalmarktes überlassen, sondern sie erfolgte durch staatliche Einflußnahme, die die Geldmittel vorrangig der Kriegsgüterindustrie zuführte.

Wie jede Kriegsfinanzierung eine konsumtive Kapitalverwendung darstellt, so führte auch diejenige der Kriegsjahre 1939 - 1945 zu einem laufenden, immer größer werdenden Kapitalverzehr. Darüber hinaus mußte während des Krieges auf eine der Abnutzung entsprechende Reproduktion des Realkapitals in der Friedensgüterindustrie verzichtet werden.

Im weiteren Verlauf des Krieges wurde außerdem ein sehr großer Teil der Industrieanlagen durch Luftangriffe zerstört. Von den noch erhalten gebliebenen Anlagen wurde ein hoher Prozentsatz durch die Siegermächte demontiert. Kriegseignisse und Kriegsfolgen führten so zu einer ungeheuren Realkapitalvernichtung.

Dieser Kapitalvernichtung stand ein gewaltiger Kapitalbedarf für notwendige Investitionen gegenüber. Neben der Industrie löste auch der Wohnungsbau einen außerordentlich hohen Kapitalbedarf aus. Die Aufbringung der für die Industrie erforderlichen Investitionsmittel über den Kapitalmarkt scheiterte jedoch an der mangelnden Geldkapitalbildung.

Das Problem der Geldkapitalbeschaffung für die industriellen Investitionen rückte damit in den Vordergrund der wirtschaftlichen Überlegungen.

2. Die Geldabwertung durch die Währungsreform

Die Währungsgesetzgebung führte durch die generelle Abwertung der verschiedenen Forderungskategorien (Geldvermögensansprüche) zu schwerwiegenden Folgen für die Geldkapitalbildung.

Gemäß § 16 des Währungsumstellungsgesetzes¹⁾ wurden die RM-Forderungen grundsätzlich im Verhältnis 10:1 abgewertet. Ohne Rücksicht auf ihren Charakter (dingliche Sicherung, Zeitpunkt der Entstehung des Schuldverhältnisses) behandelten die Währungsgesetzgeber die verschiedenartigen Geldvermögensansprüche als gleichartige Forderungen.

Im Herbst 1948 erfolgte eine Änderung der Währungsgesetze durch das sogenannte Festkontogesetz²⁾: Das Umstellungsverhältnis bei Kreditinstituten wurde auf 100:6,5 (vorher 100:10) reduziert. Durch die Festkontenregelung wurden von der ursprünglich vorgesehenen 10 %igen Quote 3 1/2 % gestrichen. Von dem verbliebenen Rest von 6 1/2 % waren 5 % sofort frei verfügbar; die restlichen 1 1/2 % wurden nochmals in einen 1 %igen Freibetrag und in einen 1/2 %igen Anlagebetrag aufgespalten, der nur zur Zeichnung von Wertpapieren verwendet werden durfte. Soweit die auf dem Anlagekonto stehenden Beträge nicht für den Effektenkauf benutzt wurden, blieben sie bis zum 1. Januar 1954 gesperrt, wurden aber mit 2 1/2 % verzinst. Die langfristige Bindung der Einlagen und damit deren Verwendung für Investitionszwecke sollte durch die Einrichtung der Anlagekonten gefördert werden.

1) Drittes Gesetz zur Neuordnung des Geldwesens (Umstellungsgesetz) v. 27.6.48 vgl. Gesetz Nr. 63 der Brit. Mil. Reg., VBl. Brit. Z. Nr. 29

2) Viertes Gesetz zur Neuordnung des Geldwesens (Festkontogesetz) vom 4.10.1948 vgl. VBl. Brit. Z. 1948 S. 304

Hinsichtlich der verschiedenen Anlageformen der Spargelder (Geldsparen - Effektensparen) ergaben sich bei der Abwertung folgende Abstufungen:

Wer sein Geld in Form eines Sparkontos bei einem Kreditinstitut angelegt hatte, erhielt zunächst¹⁾ nur 6,5 % seiner RM-Einlage. Den Inhabern von Schuldverschreibungen wurden 10 % des nominellen Betrages zugebilligt²⁾, während die Ansprüche aus Reichstiteln durch den § 14 WG annulliert wurden³⁾.

Für die in Aktien angelegten Sparbeträge läßt sich kein fester Prozentsatz angeben, da sich bei der Kapitalumstellung der einzelnen Gesellschaften verschiedene Sätze ergaben: viele Gesellschaften stellten 1 : 1 um; bei einigen war das Umstellungsverhältnis sogar besser, bei anderen wiederum schlechter.

Insgesamt gesehen verminderte sich durch diese rigorose Abwertung der Spargelder und die ungünstige Umstellung der anderen Geldforderungen das für Anlagezwecke verfügbare Geldkapital beträchtlich.

II. Die Verzögerung der Kapitalneubildung

Obwohl durch die Währungssanierung die Voraussetzungen für die Neubildung von Geldkapital geschaffen worden waren, zeigte sich, daß die erhoffte Aufwärtsentwicklung am Kapitalmarkt, insbesondere am Effektenmarkt, ausblieb. Zwar vergrößerte sich nach und nach das Geldkapitalaufkommen, doch vollzog sich diese Entwicklung nur sehr langsam. Die Verzögerung der Kapitalneubildung läßt sich auf eine Reihe von Gründen zurückführen, deren Ursprung zum Teil in politischen Maßnahmen, teilweise aber auch in wirtschaftlichen Tatbeständen liegt.

Im folgenden Abschnitt wird erörtert, welche Faktoren die Kapitalneubildung verzögerten und welche Rückwirkungen sich daraus für die Industriefinanzierung ergaben.

1) Erst durch das Gesetz zur Milderung von Härten der Währungsreform (Altspargesetz) vom 14.7.1953 (BGBl I, Nr. 34, S. 495) wurde eine Verbesserung des Umstellungsverhältnisses für Spareinlagen auf 10:2 durchgeführt.

2) Umstellung bei Altbesitz wie bei 1).

3) Eine Änderung erfolgte erst im Rahmen des "Allgemeinen Kriegsfolgegesetzes" vom 5.11.1957 (BGBl. I, S. 1747), das eine Ablösung der Ansprüche aus Wertpapieren in Höhe von 10 % des Nennbetrages des abzulösenden Anspruchs vorsieht.

1. Die ungenügende Sparkapitalbildung

a) Der Nachholbedarf an Konsumgütern

Die unzureichende Produktion von Konsumgütern während der Kriegs- und Nachkriegsjahre hatte einen ungewöhnlich hohen Bedarf an Verbrauchsgütern (insbesondere an Qualitätserzeugnissen) zur Folge.

Dieser aufgestaute Nachholbedarf wurde durch die ungeheuren Zerstörungen und den Zustrom von rd. 10 Millionen Vertriebenen und Flüchtlingen ins Unermeßliche gesteigert¹⁾. Gleich einer Lawine drängte dieser Bedarf - soweit er mit Kaufkraft ausgestattet war - auf den Konsumgütermarkt. Fast alle vorhandenen flüssigen Mittel der Verbraucher flossen infolgedessen dem Handel und der Konsumgüterindustrie zu. Zwangsläufig schloß diese Einkommensverwendung die Bildung von Sparkapital aus. Dem durch die Verbrauchswelle induzierten Investitionsbedarf stand deshalb auf dem Kapitalmarkt ein völlig unzureichendes Angebot an Geldkapital gegenüber.

b) Der mangelnde Sparwille

Der Wille zum Sparen wurde nicht allein durch das Streben nach möglichst rascher Befriedigung des Nachholbedarfs unterdrückt; ausschlaggebend war vielmehr die nachteilige Behandlung der Sparer, vor allem der Altsparer, durch die Währungsgesetzgebung, die eine Erschütterung des Sparwillens nach sich zog.

Besonders benachteiligt fühlten sich jene Sparer, deren Forderungen durch noch vorhandene Substanzwerte gedeckt waren. Dies war insbesondere der Fall bei Hypotheken, Pfandbriefen und Industrie-Obligationen, die jedoch grundsätzlich im Verhältnis 10:1 abgewertet wurden.

Die psychologischen Auswirkungen der Währungsumstellung und das mangelnde Vertrauen in die Stabilität des Geldes fanden ihren Niederschlag in einer veränderten Auffassung vom Sparen: Es vollzog sich eine Wandlung in der Mentalität der Sparer in der Weise, daß das Sparen in Sachwerten dem Kontensparen und das kurzfristige Zwecksparen dem langfristigen Anlagesparen vorgezogen

1) Die Schätzung über den wertmäßigen Umfang des Nachholbedarfes bewegten sich zwischen 40 und 70 Milliarden DM. - Vom Statistischen Bundesamt wird der "vordringlichste Nachholbedarf zum Zeitpunkt der Währungsreform mit 67 Mrd. DM" beziffert. (Der Volkswirt", Jg. 1951, Nr. 51/52, Seite 32)

wurde. Aus dem Bedürfnis nach höchster Liquidität nahm das Strumpfsparen in Form der Bargeldhorte zeitweilig einen erheblichen Umfang an.

Die Verbitterung der Sparer über die hohe Abwertung ihrer Anlagen, ihre Enttäuschung über die lange Verzögerung des Altspargesetzes und das mangelnde Vertrauen in die Sicherheit der Geldkapitalanlagen hemmten den Sparwillen und damit die Wiedergesundung des Kapitalmarktes.

c) Die geschwächte Sparfähigkeit

Außer dem mangelnden Sparwillen war die geringe Ersparnisbildung nach der Währungsreform auch durch die verminderte Sparfähigkeit der Bevölkerung bedingt, die auf folgende Ursachen zurückzuführen ist:

Hauptursache ist das anfänglich geringe Einkommen der westdeutschen Bevölkerung. Da die Sparfähigkeit eine Funktion des Realeinkommens ist, steigt und fällt sie mit dem Einkommen, jedoch in unterschiedlichem Maße. Die Bezieher höherer Einkommen sparen in der Regel nicht nur absolut, sondern auch relativ mehr als die Schichten mit geringem Einkommen. Das in der ersten Zeit nach der Währungsreform infolge des niedrigen Beschäftigungsstandes noch verhältnismäßig geringe Volkseinkommen ließ demzufolge eine umfangreiche Sparkapitalbildung nicht zu.

Weite Bevölkerungskreise wie Rentner, Vertriebene, Flüchtlinge, Fliegergeschädigte und Arbeitslose waren überhaupt nicht in der Lage, Teile ihres Einkommens zu sparen. Bei den höheren Einkommensgruppen, bei denen die Möglichkeit einer Bildung von Sparkapital zu erwarten war, wurde die Sparfähigkeit durch hohe Steuer- und Soziallasten stark gemindert.

Ein weiterer schwerwiegender Faktor, der die Möglichkeit einer freiwilligen Sparkapitalbildung einschränkte, war das durch Konsumeinschränkung infolge hoher Preise erzwungene Sparen. Da der hierdurch verursachte Preisauftrieb die Einkommen (Löhne) unterproportional zu den Preisen ansteigen ließ, wurden die Verbraucher zum Konsumverzicht und damit zum Sparen gezwungen. Der Nutzen dieses Sparens kam jedoch nicht dem unfreiwilligen Sparer zu, sondern den Unternahmen, in deren Gewinnen sich diese Beträge niederschlugen und die sie dann in Sachkapital umwandelten.

Auf diese Weise wurde die zu geringe Sparquote der höheren Investitionsquote angepaßt. Zwangsläufig schloß das erzwungene Sparen die freiwillige Sparkapitalbildung aus. Die angesammelten Mittel flossen nicht dem freien Kapitalmarkt zu, um von dort an die Stellen der höchsten Ergiebigkeit verteilt zu werden.

Das erzwungene Sparen hatte somit nicht nur den Nachteil, daß es die freiwillige Sparkapitalbildung unterdrückte, sondern auch, daß es eine nach Rentabilitätsgesichtspunkten orientierte freie Kapitallenkung verhinderte¹⁾.

d) Die ungesunde Struktur der Geldkapitalbildung

Die unzureichende Sparkapitalbildung für die Industriefinanzierung äußerte sich auch in der ungesunden Struktur der Geldkapitalbildung. Ein Vergleich der Geldkapitalbildung in den Jahren 1920 - 1939 mit jener nach der Währungsreform zeigt deutlich eine Wandlung von der individuellen zur kollektiven Form der Geldkapitalbildung. Das kollektive Sparen (Versicherungssparen, öffentliche Haushaltsüberschüsse als Bankeinlagen) drängte die individuelle Form, insbesondere die Direktanlagen in Wertpapieren, in zunehmendem Maße zurück. Der Umfang der privaten freiwilligen Sparkapitalbildung war minimal.

Infolge der Vorliebe für möglichst liquide Geldanlagen und des Mißtrauens gegenüber der Kursentwicklung kam auch das Wertpapiersparen Privater nur zögernd in Gang. Größeren Zuspruch dagegen fand das Versicherungssparen und das Zwecksparen wie das Bausparen.

Für die Industriefinanzierung hatte diese Entwicklung folgende Nachteile:

Eine Investitionsfinanzierung mit langfristigen Spargeldern in Form langfristiger Bankkredite konnte nur in sehr beschränktem Umfang stattfinden, da die hierfür geeigneten Einlagen zu gering waren. Der Großteil der Sparer beabsichtigte nämlich nicht, die Guthaben für eine längere Dauer und ohne Zweckbindung anzulegen.

Deshalb konnten die Kreditinstitute nur einen geringen Teil ihrer Einlagen als Grundlage für langfristige Ausleihungen nehmen, wenn sie die Harmonie der Fälligkeiten wahren wollten. Banken, die aber trotzdem Investitionskredite mit kurzfristigen Mitteln gewährt hatten, mußten vielfach das Einfrieren dieser Mittel in Kauf nehmen, da infolge der Funktionsunfähigkeit des Effek-

1) Daß sich der Industrie kein anderer Finanzierungsweg als die Selbstfinanzierung anbot, wird im Teil I, Kapitel B, II, 1, a dargelegt. An dieser Stelle wird die Selbstfinanzierung lediglich unter dem Gesichtspunkt der freien Sparkapitalbildung betrachtet.

tenmarktes die Möglichkeit der Konsolidierung nicht gegeben war¹⁾. Zwar wurden durch die Gewährung von Direktkrediten der Kapitalsammelstellen den Industrieunternehmen Finanzierungsmittel zugeführt, doch verminderte diese Art der Mittelverwendung das Geldkapitalangebot am Effektenmarkt.

Insgesamt gesehen waren somit die Möglichkeiten der industriellen Anlagefinanzierung durch Effekten begrenzt.

2. Die Unpopularität des Effektenparens

Die Unergiebigkeit des Effektenmarktes bis zum Jahre 1953 zeigte, daß das Wertpapier, das als das beste und vorteilhafteste Instrument der langfristigen Finanzierung gilt, seine ehemalige Bedeutung bei der Industriefinanzierung nahezu vollkommen verloren hatte²⁾.

Diese Entwicklung wurde durch eine ganze Reihe von Ursachen, vorwiegend psychologischer Natur, bedingt.

1) In den ersten Jahren nach der Währungsreform wurden zum größten Teil nur Pfandbriefe und Kommunalanleihen emittiert. Die Auflage von Industrie-Aktien und Industrie-Obligationen hielt sich dagegen in sehr engen Grenzen.

2) Einen interessanten Vergleich über den geringen Wertpapierabsatz gegenüber früher bringt der "Geschäftsbericht der BdL 1950", S. 24: "Im Durchschnitt der Jahre 1924-1928 wurden etwa 47 % der Nettoinvestitionen durch den Wertpapierabsatz finanziert ... im Jahre 1925 stammten die Mittel für etwa 35 % der Nettoinvestitionen aus Wertpapiererlösen; im Jahre 1926 waren es sogar fast 68 % (wobei dies allerdings nur mit der Aufnahme von Auslandsanleihen und der Unterbringung von Wertpapieren im Ausland zusammenhing). Im Jahr 1950 dagegen hat der Wertpapierabsatz kaum 3 % der Nettoinvestitionen finanziert".

1951 nahm zwar der Wertpapierabsatz zu, doch entfiel der größte Teil des Absatzes auf das "Placement bei öffentlichen Stellen, die die von ihnen zur Verfügung gestellten Investitionsmittel mit Vorliebe über bestimmte Investitionsinstitute einsetzten und zu diesem Zweck deren Wertpapiere mit konkreten Auflagen für die Verwendung des Erlöses erwarben". Vgl. Geschäftsbericht der BdL 1951, S. 11

Kriegs- und Nachkriegsverhältnisse sowie die Währungsumstellung hatten eine soziale Umschichtung innerhalb der Einkommensschichten gebracht. Die alte Sparererschicht war verarmt oder hatte ihr Vertrauen in die Sicherheit und Wertbeständigkeit ihrer Geldanlage in Wertpapieren verloren. Die - an der Einkommenshöhe gemessen - in den Mittelstand aufgerückten Schichten (z. B. Facharbeiter) waren aber mit dem Wertpapiersparen nicht vertraut; sie standen dem Wertpapier fremd, uninteressiert, oft sogar mißtrauisch gegenüber. Sie hatten bisher nur in Kontenform gespart und behielten diese Sparform aus Gewohnheit bei.

Eine weitere Ursache der Zurückhaltung der Sparer gegenüber den Effekten lag in ihrer Scheu, ein Kursrisiko einzugehen. Die Marktenge am Wertpapiermarkt führte schon bei geringen Umsätzen zu starken Kursschwankungen. Vielen Sparern schien die Anlage in Wertpapieren als zu risikoreich, zumal sie über Bankeinlagen jederzeit und ohne Kursverluste verfügen konnten.

Da das Vertrauen der Sparer in die Sicherheit der Wertpapieranlage (insbesondere der festverzinslichen Papiere) infolge der schlechten Umstellung geschwunden war, andererseits aber neue Formen der Wertsicherung, die das Vertrauen der Sparer hätten finden können, fehlten, zogen sie die direkte Sachwertanlage der Wertpapieranlage vor.

Des weiteren trug das komplizierte Steuersystem dazu bei, das Wertpapier unpopulär zu machen. Die Verschiedenartigkeit der Emissionsbedingungen, die unterschiedliche steuerliche Belastung der Wertpapierzinsen (von einer völligen Steuerfreiheit bis zu einer 30-50 %igen Belastung durch die Kapitalertragsteuer) verursachte eine Unübersichtlichkeit am Wertpapiermarkt. Die Steuerdifferenzierungen komplizierten den Kauf und Verkauf der Wertpapiere und schreckten die Sparer von einer Wertpapieranlage ab¹⁾.

Die Inhaber von Aktien wurden zwar durch die Währungsreform weniger hart getroffen als die Inhaber festverzinslicher Werte, doch gaben hier andere Gesichtspunkte den Ausschlag für eine negative Haltung gegenüber dieser Wertpapierart. Vom Gesichtspunkt der Substanzerhaltung war die Aktie das günstigste Wertpapier bei der Umstellung. Wohl lagen die Kurse der meisten Papiere nach der Währungsreform weit unter pari; im Zuge der Kapitalumstellung der

1) Bei den festverzinslichen Wertpapieren wurde die Relation der Abstufungen hinsichtlich der Effektivverzinsung von öffentlichen und privaten Anleihen, von Pfandbriefen und Industrie-Obligationen durch eine einseitig ausgerichtete Steuerpolitik zugunsten des Staates verschoben.

Gesellschaften und der damit verbundenen Neubewertung der Aktienwerte zeigte sich jedoch, daß die Aktienbesitzer im Vergleich zu den Besitzern festverzinslicher Papiere weit günstiger gestellt waren. Als großes Handikap für die Aktie erwies sich indessen der Dividendenstopp, der die Ausschüttungen rentabler Gesellschaften begrenzte. Ein weiteres Hindernis war die Doppelbelastung der Aktie durch Körperschaft- und Einkommensteuer sowie ihre doppelte Belastung durch das Lastenausgleichsgesetz¹⁾. Auch die Einführung von Namensaktien bei den in der Entflechtung befindlichen Unternehmen wirkte sich hindernd auf den Erwerb solcher Werte aus, da in Deutschland die anonyme Form der Inhaberaktie vorgezogen wird.

Die Wiederbelebung des Aktienmarktes verzögerte sich ferner durch den dauernden Aufschub der dringend notwendigen Reform des Aktienrechtes, die dem Aktionär seine ihm als Anteilseigner des Unternehmens zustehenden Rechte wieder einräumen und eine bessere Publizität der Unternehmen herbeiführen sollte.

Obwohl die unübersichtlichen finanziellen, organisatorischen und rechtlichen Verhältnisse eine größere Offenlegung verlangt hätten, legten die meisten Gesellschaften wenig Wert auf eine klare Darstellung ihrer Lage und Entwicklung. Ein Wertvergleich zwischen den einzelnen Gesellschaften oder zwischen einzelnen Wertpapierkategorien (Aktien-Obligationen) war somit nach den üblichen Maßstäben, zumal für die im allgemeinen schlechter informierten Kleinaktionäre, nicht möglich.

Alle diese Gründe führten dazu, die Aktie unpopulär zu machen, sei es, daß sie die bisherigen Aktienbesitzer zu einer Umdisponierung veranlaßten bzw. von einer weiteren Anlage ihres Geldkapitals in Aktien abhielten oder sei es, daß die erwähnten Nachteile die Gewinnung neuer Schichten für das Sparen in Aktien verhinderten.

3. Die schleppende Wertpapierbereinigung

Durch die Kriegseignisse waren viele Wertpapiere vernichtet worden oder abhanden gekommen. Der größte Teil der Effekten lagerte bei Kriegsende in den Tresoren der im sowjetischen Sektor befindlichen Reichsbankhauptstelle

1) Sowohl die Gesellschaft als auch der Aktienbesitzer unterlagen dem Lastenausgleich.

in Berlin¹⁾ und wurde dort beschlagnahmt. Damit war ein Vermögenskomplex im Werte von mehreren Milliarden Reichsmark blockiert und der Effektenhandel praktisch lahmgelegt.

Schon nach Kriegsende entstanden Entwürfe für eine Wertpapierbereinigung mit dem Ziel, wieder einen reibungslosen Effektenverkehr zu ermöglichen. Eine der ersten Maßnahmen war die Einführung des Affidavitverfahrens²⁾. Auf Grund dieser Regelung wurden für Effekten, deren rechtmäßiger Besitz nachweisbar war, Lieferbarkeitsbescheinigungen ausgestellt. Danach konnten sie ohne weitere Beschränkungen an der Börse gehandelt werden.

Am 20. Juli 1949 beschloß der Wirtschaftsrat der Bizone das "Gesetz zur Bereinigung des Wertpapierwesens" (Wertpapierbereinigungsgesetz), das am 1. 10. 1949 in Kraft trat³⁾ und durch Verordnung der Bundesregierung vom 12. Mai 1950 auf die Länder der gesamten französischen Zone ausgedehnt wurde⁴⁾. Diesem Wertpapierbereinigungsgesetz folgten bis Ende 1956 noch drei Ergänzungsgesetze⁵⁾. Das Wertpapierbereinigungsgesetz legte die rechtlichen Grundlagen für ein Verfahren, das der Schaffung geordneter Eigentumsverhältnisse auf dem Effektenmarkt und damit seiner Wiedergesundung dienen sollte.

-
- 1) Während des Krieges wurde auf Anordnung des Reichswirtschaftsministeriums die Sammelverwahrung von Wertpapieren als Normalform des bankmäßigen Verwahrungsgeschäftes eingeführt (Verordnung vom 22. 12. 1942, RGBl 1943, I, S. 1). Die Aufgaben der Wertpapiersammeldepots wurden von der Reichsbank übernommen.
 - 2) "Richtlinien für die Bescheinigung der Lieferbarkeit von Wertpapieren", "Öffentlicher Anzeiger für das Vereinigte Wirtschaftsgebiet" vom 5. 3. 1949, S. 1 - 3
 - 3) WBG vom 19. 8. 1949 im WiGBI S. 295 und WBG vom 26. 9. 1949 im Verordnungsblatt für Groß-Berlin, I, S. 346
 - 4) Bundesgesetzblatt vom 12. 5. 1950, S. 180 - Der Geltungsbereich des WBG erstreckt sich auf alle nach § 1, I Depot-Gesetz handelbaren Effekten (mit Ausnahme der Reichsbahn- u. Reichspostanleihen), die bis zum 8. 5. 1945 ausgestellt und deren Aussteller beim Inkrafttreten des Gesetzes ihren Sitz in Westdeutschland oder West-Berlin hatten. Durch das I. und II. Ergänzungsgesetz wurden auch Wertpapiere einbezogen, deren Aussteller ihren Sitz nach dem 1. 10. 49 bis 1. 10. 52 nach Westdeutschland oder West-Berlin verlegt hatten.
 - 5) Gesetz zur Änderung und Ergänzung des WBG vom 29. 3. 1951; II. Wertpapier-Ergänzungsgesetz vom 28. August 1953; III. Wertpapier-Ergänzungsgesetz vom 16. November 1956

Mit Ausnahme der effektiv vorhandenen Stücke, die mit Lieferbarkeitsbescheinigung versehen waren, wurden durch das Wertpapierbereinigungsgesetz alle Effekten für kraftlos erklärt. Gemäß den Bestimmungen des Gesetzes sollten an die Stelle der alten Wertpapierstücke und der Altgiro-Sammeldepotanteile neue Sammelurkunden treten (§ 9 WBG). Konnte ein Wertpapierbesitzer seine Rechte nachweisen (§ 21 WBG), so erhielt er ein Zuteilungsrecht (§ 9, §§ 36-40 WBG), das ein Bezugsrecht auf Ersatzzurkunden für Wertpapiere, die nach § 3 für kraftlos erklärt wurden, darstellte. Nachdem die Gutschrift erteilt war (§ 37 WBG), wurde der Neugiro-Sammeldepoteilhaber Miteigentümer an der Sammelurkunde der betreffenden Wertpapierart (§ 35 WBG).

Um einen borsenmäßigen Handel schon vor Ausgabe von Einzelurkunden zu ermöglichen, wurde der Treuandgiroverkehr in Zuteilungsrechten eingerichtet. Der Handel in den Neugiro-Sammeldepotanteilen vollzog sich im nicht-amtlichen Börsenverkehr (Freiverkehr) über die Wertpapiersammelbanken. Nachdem im Zuge der Bereinigung Einzelurkunden ausgefertigt wurden, ging der Handel in Neugiro-Sammeldepotanteilen immer mehr zurück und hörte 1954 ganz auf.

Da der Effektenhandel im amtlichen Börsenverkehr sich in der ersten Zeit des Wertpapier-Bereinigungsverfahrens nur in engen Grenzen abspielen konnte, kam es zu einer gefährlichen Marktlücke am Effektenmarkt mit der Folge starker Kurschwankungen. Deshalb wurde immer wieder auf eine zügigere Abwicklung der Wertpapierbereinigung gedrängt.

Einer schnellen Durchführung der Wertpapierbereinigung stand aber nicht nur die hohe Zahl der zu bereinigenden Papiere¹⁾ entgegen, sondern auch in vielen Fällen die schwierige Beweisführung über den rechtlichen Besitz der zur Bereinigung angemeldeten Papiere²⁾.

1) Die unter die Wertpapierbereinigung fallenden 6171 Wertpapierarten umfaßten einen Gesamtnennbetrag von 39,5 Mrd. RM (22,6 Mrd. Aktien und 16,9 Mrd. Schuldverschreibungen). Bei einer angenommenen Stückelung von RM 1000,- -- je Stück sind das 39,5 Mio. Stücke, die einzeln zu kontrollieren waren. Durch die zahlreichen Kleinstücke emonte sich die Gesamtzahl noch wesentlich (vgl. "Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen", S. 1673).

2) Das Bereinigungsverfahren ließ sich nur schleppend abwickeln, da die Fälle mehrere Instanzen durchlaufen mußten (Anmeldung bei der Bank, Prüfstelle, Wertpapiersammelbank) und strittige Fälle der Kammer für Wertpapierbereinigung vorzulegen waren.

"In 7 1/4 Jahren (vom Inkrafttreten des WBG am 1.10.49 bis zum 31.12.1956) sind insgesamt 6171 Wertpapierarten im Bundesgebiet und Westberlin in die Wertpapierbereinigung eingetreten" ..., die sich wie folgt zusammensetzten:

3678 Aktienarten

184 Kuxarten

2309 Schuldverschreibungsarten

Die Beendigung der Verfahren war bis zum 31.12.1956 für 5140, also für 83 % aller unter die Wertpapierbereinigung fallenden Papiere erfolgt¹⁾.

Diese Zahlen umreißen den wert- und zahlenmäßigen Umfang der zu bereinigenden Wertpapiere und begründen die langwierige Abwicklung des Verfahrens. Die lange Dauer des Bereinigungsverfahrens war somit einer der Hauptgründe, die die Wiederbelebung des Effektenmarktes verzögerten.

4. Die Entflechtung der Industriekonzerne

Die Entflechtung der deutschen Industriekonzerne auf dem Gebiet des Bergbaus, der Stahlindustrie und der chemischen Industrie (IG-Farben) geht auf das Potsdamer Abkommen (Artikel 12) zurück. Nach dem Beschluß der Alliierten sollte die deutsche Wirtschaft zum Zwecke der Abschaffung übermäßiger Konzentration der Wirtschaftskraft, wie sie insbesondere Kartelle, Syndikate, Trusts und andere monopolistische Machtzusammenballungen darstellen, dezentralisiert werden²⁾.

Die Dezentralisation wurde vom Kontrollrat mit der Entflechtung der IG-Farbenindustrie eingeleitet³⁾. In den später folgenden Verordnungen⁴⁾ wurde die übermäßige Konzentration deutscher Wirtschaftskraft für ungesetzlich erklärt und verboten.

1) "Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen" II. Auflage des Handwörterbuches des Bankwesens von M. Palyi und P. Quittner, Frankfurt am Main 1957, Band II, S. 1672

2) vgl. Amtsblatt der Mil.Reg. Deutschlands, Brit. Kontrollgebiet, Nr. 16, S. 412

3) Allg.Verfügung vom 18.11.45, Art. 1, Abs. 1g in der Fassung vom 3.4.45 gem. dem Gesetz Nr. 52 der Mil.Reg. über die Sperre und Kontrolle von Vermögen. vgl. Amtsblatt der Mil.Reg. Deutschlands, Brit. Kontr. Gebiet Nr. 5, S. 62

4) Verordnung Nr. 78 der Mil.Reg. Dtschlds. vom 12.2.47 - vgl. Amtsblatt der Mil. Reg. Dtschlds. Brit. Kontr. Gebiet Nr. 16, S. 412 ff.

Im weiteren Verlauf der Dezentralisationsmaßnahmen erließ die Militärregierung das Gesetz Nr. 75 über die Umgestaltung des deutschen Kohlenbergbaus und der deutschen Eisen- und Stahlindustrie¹⁾, das die Sperre und Beaufsichtigung²⁾ des Vermögens namentlich genannter Unternehmen vorschrieb.

Vom finanziellen Standpunkt³⁾ aus gesehen führte die Entflechtung zu einer weitgehenden Umschichtung der Kapitalverhältnisse der westdeutschen Industrie.

Im einzelnen ergaben sich folgende Auswirkungen:

Die Nachteile der Entflechtung zeigten sich nicht nur bei den alten, entflochtenen Konzernunternehmen, deren organisatorisch-finanzielle Struktur zerstört wurde, sondern auch bei den neugebildeten Gesellschaften, die - losgelöst von ihren Bindungen - ständig Gefahr liefen, ihre neu geschaffene wirtschaftliche Selbständigkeit zu verlieren. - Durch den Vermögensübergang von den alten auf die neu geschaffenen Unternehmungen waren die alten Gesellschaften gezwungen, einen Teil ihres Realkapitals auf die neuen Gesellschaften zu übertragen. Solche Transaktionen ließen sich oft nicht ohne nachteilige Folgen durchführen, da sich die kapitalmäßigen Auseinandersetzungen⁴⁾ zwischen den alten und den neuen Unternehmungen zu Ungunsten der finanziellen Struktur und der wirtschaftlichen Entwicklung beider auswirkten.

Die endgültige Übertragung der Anlagewerte setzte auch eine genau umrissene Vorstellung über die Größe der neu zu schaffenden Gesellschaften voraus.

-
- 1) Gesetz Nr. 75 vom 10. 11. 1948 betr. die Umgestaltung des deutschen Kohlenbergbaus u. d. dtsch. Eisen- und Stahlindustrie im Rahmen der Verordnung Nr. 78 der Mil. Reg. vom 12. 2. 47 - vgl. Amtsblatt der Mil. Reg. Dtschlds, Brit. Kontr. Gebiet Nr. 27, S. 1025/1026
 - 2) Die Kontrolle wurde ausgeübt durch die Coal Control Group bzw. durch die Steel Control Group.
 - 3) Im Rahmen dieser Arbeit wird auf die zahlreichen Probleme der Entflechtung nicht eingegangen. Vielmehr werden nur die finanziellen Auswirkungen und die damit zusammenhängenden Fragen der Industriefinanzierung über den Effektenmarkt erörtert.
 - 4) Die Berechnung der Umtauschverhältnisse sowie die Aufteilung des Aktienkapitals der neu gegründeten "Betriebsgesellschaften" auf die ehemaligen Aktionäre der Konzerngesellschaften bereitete erhebliche Schwierigkeiten.

Ob die Neuordnung sinnvoll war, ließ sich erst nach einiger Zeit durch die Beobachtung der Wirtschaftlichkeit und Rentabilität der neu geschaffenen Unternehmen feststellen. Zwar sollten nach den Vorschriften zur Neuordnung die ausgegliederten Werke lebensfähige Gebilde darstellen, doch stand dieser Gesichtspunkt nicht im Vordergrund der Entflechtungsmaßnahmen.

Infolge ihrer provisorischen Kapitalausstattung waren deshalb die in der Entflechtung befindlichen Gesellschaften zunächst nicht in der Lage, Aktien zu ermitteln. Auch für die Begebung von Obligationen fehlten ihnen vielfach die Voraussetzungen.

Ein besonderes Problem ergab sich hinsichtlich der Bewertung der neuen Gesellschaften. Die Umschichtung der nominellen und realen Kapitalien, die Unübersichtlichkeit über schon bestehende und neu entstehende Forderungen in- und ausländischer Gläubiger, die Ungewißheit über die wirtschaftliche Entwicklung der neu geschaffenen Wirtschaftseinheiten, die nachteiligen Auswirkungen der Zerschlagung des rechtlich-organisatorisch-finanziellen Gefüges organisch gewachsener Wirtschaftseinheiten ließ eine - auch nur annähernd richtige - Bewertung der neuen Unternehmungen nicht zu.

Die durch die Entflechtung hervorgerufene Unsicherheit der Kapitalanlage (Eigentumsfrage - keine Klarheit über die Entschädigungsquote) beeinträchtigte den Sparwillen der Wertpapiersparer in wesentlichem Maße.

Dazu kam, daß bei den unter Kontrolle stehenden Unternehmen die Aktionäre von ihrem Stimmrecht zunächst keinen Gebrauch machen konnten.

Mit den Entflechtungsbestimmungen verbunden war die Auflage der alliierten Kontrollbehörden, für die zu entflechtenden Unternehmen die Namensaktie einzuführen. Bei den IG-Nachfolgesellschaften wurde sogar die Ausgabe von Dividendenscheinen auf den Inhaber ausgeschlossen¹⁾.

Die in Deutschland kaum gebräuchlichen Namensaktien²⁾ ermöglichen zwar

1) Die Großbankennachfolger konnten Zins- und Erneuerungsscheine auf den Inhaber durchsetzen.

2) Sie sind gesetzlich nur vorgeschrieben, soweit das Aktienkapital noch nicht voll einbezahlt ist (§ 10 II Akt.Ges.) und bei der sog. NebenleistungsA.G. (§ 50, 61 III, Akt.Ges.); vgl. auch Interimscheine (§ 10, III, Akt.G.)

eine bessere Fühlungnahme zwischen der Aktiengesellschaft und ihren Aktionären und führen dadurch unter Umständen zu einer besseren Publizität. Doch waren diese Vorteile keineswegs das Motiv, das die Alliierten zur Einführung der Namensaktie veranlaßte. Vielmehr entstand diese Forderung im Hinblick auf die Konzernentflechtung, und zwar aus dem Gesichtspunkt heraus, einen Überblick über die Besitz- und Machtverhältnisse zu bekommen und um mögliche Wiederverflechtungen zu kontrollieren. Insbesondere für Paketbesitzer und Paketerwerber war die Namensaktie eine unliebsame Einrichtung, denn sie bedeutete den Verlust der Anonymität.

Aber auch für die Kleinaktionäre ergaben sich Nachteile, vor allem durch die Umständlichkeit des Verfahrens, mit der der An- und Verkauf der Namensaktien¹⁾ und die Ausübung der Aktionärsrechte²⁾ belastet wurden. Die Unkenntnis der als kompliziert empfundenen Bestimmungen führte zu einer Abneigung gegen die Namensaktie. Ihre Verkehrsfähigkeit wurde dadurch beeinträchtigt. Nur bei einer treuhänderischen Verwaltung durch Einschaltung einer Wertpapiersammelbank ließ sich dieser Nachteil vermeiden³⁾.

Die Einführung der Namensaktien erwies sich aber nicht nur als Nachteil für die Aktionäre, sondern sie brachte auch Nachteile für die betroffenen Aktiengesellschaften mit sich. Vor allem für Gesellschaften mit stark fluktuierendem Aktienkapital ergab sich eine Mehrbelastung der Verwaltungsarbeit durch laufende Umschreibungen und damit auch eine finanzielle Mehrbelastung durch höhere Sach- und Personalkosten sowie durch die Kosten für die Überweisung auf bogenlose Namensaktien. Diese Mehrkosten mußten letztlich wieder den

1) Beim Entflechtungsumtausch wurden die neuen Aktien der Nachfolgegesellschaften auf den Namen des Aktionärs ausgestellt und unter Bezeichnung des Inhabers nach Namen, Wohnort und Stand in das Aktienbuch der betreffenden Gesellschaft eingetragen (vgl. § 61, I, Akt. Ges.). Eine Übertragung der Namensaktie kann nur durch Indossierung nach wechselrechtlichen Vorschriften erfolgen (§ 61, II Akt. Ges.).

2) Erst nach Eintragung in das Aktienbuch ist die Ausübung der Aktionärsrechte (Teilnahme an der HV, Ausübung des Stimmrechts und Dividendenbezug) möglich.

3) "Die ... von den Alliierten vorgeschriebenen Namensaktien in kleiner Stückelung und ohne Bogen wurden auf Grund der Vorschläge der Börse durch Zusammenfassung in Globalstücke und die Schaffung besonderer Usancen für die deutschen Verhältnisse erst wieder verkehrsfähig gemacht". Josef-Bayer: "Die moderne Börse" in "Der Volkswirt" Jg. 1955, Beilage zu Nr. 16, S. 42

Aktionär treffen.

Die Nachfolgeunternehmen waren deshalb gegenüber den mit Inhaberaktien finanzierten Gesellschaften nicht nur kostenmäßig, sondern auch hinsichtlich ihrer Emissionsaussichten am Kapitalmarkt im Nachteil.

Als die alliierte Vorschrift über die Namensaktie fiel, machte die Mehrzahl der Aktionäre von der Möglichkeit einer Umschreibung Gebrauch und wandelte ihre Namensaktien in Inhaberaktien um¹⁾.

Im Rahmen der Entflechtungsbestimmungen²⁾ wurde den Großaktionären die Auflage gemacht, nur noch in einer der neuen Gesellschaften die Majorität zu besitzen und die Aktien anderer Einheitsgesellschaften abzustoßen³⁾. Da es sich hier zum Teil um hohe Beträge handelte, mußte das an den Markt kommende Angebot einen erheblichen Verkaufsdruck auslösen. Wenn diese Störung des Effektenmarktes nicht in dem erwarteten Ausmaß eintrat, so war das auf den Umstand zurückzuführen, daß die "Auflagen zum größten Teil durch die direkte Verständigung der Beteiligten untereinander erfüllt"⁴⁾ werden konnten. Die Neuzuteilung ließ sich im allgemeinen ohne größere Schwierigkeiten durchführen. Für den Fall der Entstehung hoher Spitzenbeträge sah die alliierte Gesetzgebung die Erlaubnis eines Austausches von Majoritäten zwischen den Großaktionären vor; etwaige noch verbleibende Spitzen konnten dann in einem Zeitraum von fünf Jahren verkauft werden.

Infolgedessen vollzog sich ein Großteil der Tauschoperationen meist ohne Einschaltung der Börse im Kreise der bisherigen Aktionäre. Auch bei großen Ver-

1) Hierzu bedurfte es zunächst einer Änderung der Satzung der Gesellschaften, da die im § 17, II. Akt. Ges. gegebene Möglichkeit der Umwandlung einer Namensaktie in eine Inhaberaktie durch das Entflechtungsgesetz außer Kraft gesetzt war.

2) vgl. Gesetz Nr. 27 der Alliierten Hohen Kommission für Dtschld. v. 20. 5. 50 über die Umgestaltung des dtsh. Kohlenbergbaus und der dtsh. Eisen- u. Stahlindustrie. - Amtsblatt der AHK Nr. 20, S. 299 sowie die hierzu ergangenen Durchführungsverordnungen.

3) So wurden z. B. die Krupp-Aktionäre auf Grund eines von den Alliierten ausgearbeiteten Abkommens (v. 4. 3. 53) verpflichtet, ihre Anteile an den Nachfolgegesellschaften, soweit sie sich auf den Bergbau und die Stahlindustrie erstreckten, innerhalb von 5 Jahren zu veräußern (vgl. "Die Neuordnung bei Krupp" in "Der Volkswirt", Jg. 1953, Nr. 36, S. 7

4) s. "Handelsblatt" Jg. 1953, Nr. 150, S. 4

käufen an Dritte (vgl. Harpener Verkauf an ein französisches Konsortium)¹⁾ wurde die Börse überhaupt nicht in Anspruch genommen.

Erwähnenswert erscheint noch ein Gesichtspunkt, der die Lage am Aktienmarkt zeitweilig stark beeinflusste. Im Zuge der Entflechtung sollten die Grundstoffindustrien verstaatlicht werden. - Die Möglichkeit einer Verstaatlichung hielt manchen Effektsparer davon ab, Papiere dieser Industriezweige zu erwerben. In vielen Fällen wurden dabei gerade solche Unternehmen von der mangelnden Anlagewilligkeit betroffen, deren Effekten (z.B. Montanwerte) früher zu den besten und gesuchtesten Papieren zählten.

Alle diese Faktoren blieben nicht ohne nachteilige Auswirkungen auf die Aktienfinanzierung der Industrieunternehmen.

Zusammengefaßt ergibt sich: Die durch die Entflechtungs- und Demontagemaßnahmen verursachten Substanzeinbußen fanden ihren Niederschlag in einer Zurückhaltung der Sparer am Wertpapiermarkt und in Kursrückschlägen der Effekten. Solange kein endgültiger Abschluß der Entflechtung zustande kam und die Vermögensübertragung der alten auf die neuen Gesellschaften nicht stattgefunden hatte, konnte auch keine Bewertung der neuen Gesellschaften vorgenommen werden. Die Alt-Aktionäre waren deshalb hinsichtlich des Nominalwertes ihrer neuen Aktien auf Schätzungen und Vermutungen angewiesen. Andererseits war den neuen Gesellschaften die Aufbringung des dringend notwendigen Geldkapitals für Investitionen infolge des Schwebezustandes der Rechts- und Finanzierungsverhältnisse unmöglich.

Der Effektenverkehr an der Börse in Papieren der in der Entflechtung befindlichen Gesellschaften wurde deshalb fühlbar beeinträchtigt, denn sowohl das Angebot als auch die Nachfrage wurden durch die Entflechtungsmaßnahmen nachteilig beeinflusst. Diese Beeinträchtigung fiel um so mehr ins Gewicht, als gerade jene Unternehmen davon betroffen wurden, die nach der Höhe ihrer Aktienkapitalien und der in diesen Standardpapieren häufig getätigten Umsätze, früher an der Börse außerordentliche Bedeutung besaßen.

1) vgl. "Besitzwechsel der Harpener-Majorität" in "Der Volkswirt", Jg. 1953, Nr. 19, S. 19

5. Die Dekonzentration der Großbanken

Die Dezentralisation der Filialgroßbanken (Deutsche Bank, Dresdner Bank und Commerzbank) geht auf die Bestimmungen des Gesetzes Nr. 57 vom 6. Mai 1945 der amerikanischen Militärregierung, auf die Anordnung Nr. 25 vom 29. September 1947 der französischen Militärregierung sowie auf die Verordnung Nr. 133 vom 1. April 1948¹⁾ der britischen Militärregierung zurück.

Das Ziel dieser Maßnahme war, die Machtkonzentration auf dem Gebiet des Geld- und Kreditwesens zu zerschlagen und in Verbindung mit der Entflechtung der Montankonzerne die deutsche Wirtschaft zu schwächen.

Entsprechend der Anzahl der westdeutschen Länder wurden die drei Großbanken in 11 Nachfolgeinstitute aufgeteilt. Auf diese Weise entstanden dreißig Regionalbanken mit neuen Firmenbezeichnungen, die weder eine eigene Rechtspersönlichkeit hatten noch Gesellschaften im Sinne des Handelsrechts waren²⁾.

Keines dieser Nachfolgeinstitute durfte außerhalb des Landes, in dem es seine Hauptniederlassung hatte, eine Zweigniederlassung errichten oder unterhalten³⁾. Durch die Zerschlagung der Großbanken, die ohne Rücksicht auf wirtschaftliche Zweckmäßigkeit vorgenommen wurde, ergab sich eine Anzahl schwerwiegender Nachteile nicht nur für die betroffenen Banken selbst, sondern auch für die Industriefinanzierung.

Die Kapitalbasis der einzelnen Nachfolgeinstitute wurde erheblich geschwächt. Damit wurde nicht nur die Liquiditätslage dieser Banken verschlechtert, sondern das verringerte Eigenkapital minderte auch die Bereitschaft und die Möglichkeit der Banken, sich im risikobelasteten mittel- und langfristigen Kreditgeschäft im notwendigen Umfang zu betätigen. Als besonders großer Nachteil der Dezentralisation zeigte sich der fehlende interne Liquiditäts- und Risikoausgleich zwischen den Banken. Die früher wirksame Ausgleichsfunktion der Großbanken zwischen Gebieten mit einem großen Sparaufkommen und solchen mit einem hohen Kapitalbedarf wurde unterbunden.

1) Verordnung Nr. 133 vom 1.4.48 der Mil.Reg.; vgl. Amtsblatt der MilReg. Dtschld. Brit. Kontr. Gebiet Nr. 23, S. 710/711

2) Die de facto zerschlagenen Großbanken blieben de jure in der Rechtsform der AG bestehen.

3) vgl. Verordnung Nr. 133 der Brit. Mil.Reg. v. 1.4.1948

Die nachteiligen Auswirkungen der Zerschlagung der Großbanken blieben nicht nur auf ihr Kreditgeschäft beschränkt, sie machten sich ebenso deutlich in ihrem Effktengeschäft bemerkbar; denn gerade bei den Großbanken standen beide, Kreditgeschäft und Effktengeschäft, immer in einem sehr engen Zusammenhang:

Auf Grund der großen Anzahl und dem umfangreichen Volumen ihrer Kundeneinlagen, der guten Mischung ihrer Anlagen (Ausleihungen) und der kontinuierlichen Ablösung von Schuldern und Gläubigern waren die Großbanken als Universalbanken in der Lage, durch ein gut funktionierendes Finanzierungssystem die Vorfinanzierung industrieller Investitionsvorhaben zu übernehmen. Dieses von den Großbanken in großem Stil früher durchgeführte System der Vorfinanzierung mit anschließender Konsolidierung wurde durch die Dekonzentration gestört.

Die Nachfolgeinstitute fanden sich nicht mehr in dem früher üblichen Ausmaß zur Übernahme und Placierung größerer Posten von Aktien und Industrie-Obligationen auf eigenes Risiko bereit. Die mangelnde Übernahmebereitschaft der Nachfolgebanken war jedoch auch auf die schlechte Lage am Effktenmarkt zurückzuführen, die eine erfolgreiche Unterbringung neuemittierter Effkten meistens in Frage stellte.

Gerade auf dem industriellen Sektor bestand ein großer Bedarf an langfristigem Geldkapital zur Verwirklichung großer Investitionsvorhaben. Dieser Aufgabe waren die einzelnen Nachfolgeinstitute infolge ihrer geringen Finanzkraft und der fehlenden Transformationsfähigkeit nicht gewachsen, zumal die Bildung von Konsortien durch die von den Alliierten verfügte Begrenzung der Geschäftstätigkeit unmöglich gemacht oder zumindest wesentlich erschwert wurde. Eine Revision in Form eines Zusammenschlusses der Nachfolgeinstitute war deshalb eine wirtschaftliche Notwendigkeit sowohl für die betroffenen Banken selbst als auch für eine bessere Industriefinanzierung.

Im Jahr 1952 wurden die Bestimmungen der bis dahin gültigen Verordnungen der Besatzungsmächte geändert¹⁾. An die Stelle der elf Bankbezirke traten drei größere Bezirke:

- 1) Bezirk Nord mit den Ländern Hamburg, Niedersachsen, Schleswig-Holstein und Bremen

1) Gesetz über den Niederlassungsbereich (sogenanntes Großbankengesetz) von Kreditinstituten vom 29. 3. 52 BGBl I, Seite 217

2) Bezirk Nordrhein-Westfalen

3) Bezirk Süd mit den Ländern Baden, Bayern, Hessen, Rheinland-Pfalz,
Württemberg-Baden und Württemberg-Hohenzollern

Ende 1956 fielen die letzten Beschränkungen für die ehemaligen Großbanken. Das Gesetz zur Aufhebung der Beschränkung des Niederlassungsbereiches von Kreditinstituten vom 24.12.1956¹⁾ gab ihnen die Möglichkeit, sich wieder in ihrer ursprünglichen Form zusammenzuschließen.

III. Die staatliche Einflußnahme auf die Kapitalbildung

Dem Staat steht kraft seiner Hoheitsgewalt eine Vielzahl wirtschaftspolitischer Mittel zur Beeinflussung der Kapitalbildung zur Verfügung. Durch eine seinen jeweiligen Zielen entsprechende Wirtschaftspolitik kann er den Umfang sowie die Richtung der Kapitalbildung und damit gleichzeitig die Struktur und die Entwicklung des Kapitalmarktes beeinflussen. Dabei pflegt er sich wirtschaftspolitischer Mittel wie Steuerbegünstigungen, Sparförderungen, Subventionen, Kredithilfen und Emissionskontrollen zu bedienen. Die Eingriffe können global oder punktuell, direkter oder indirekter Natur sein; ihre Intensität richtet sich im allgemeinen nach der jeweils herrschenden Wirtschaftsordnung.

Während die meisten Sektoren der Wirtschaft nach der Währungsreform aus der Zwangswirtschaft in das System der freien Marktwirtschaft überführt wurden, blieb der Kapitalmarkt weiterhin der staatlichen Lenkung unterworfen²⁾.

Die Kapitalmarktpolitik wurde vor allem durch den hohen Kapitalbedarf des Staates für seine sozialpolitischen Aufgaben bestimmt. Als primäres Ziel setzte sich der Staat die Eingliederung der Vertriebenen und Flüchtlinge, den Wie-

1) vgl. BGBl. I vom 24.12.1956, S. 1073

2) Muthesius macht dafür die falsche Betrachtungsweise der Wirtschaftspolitik verantwortlich, die zwar "das Fernziel, die völlige Freigabe des Kapitalmarktes als das wirtschaftlich Vernünftige erkenne, aber aus politischen Gründen auf dieses Fernziel nicht zugehe; doch stelle sich dann meist heraus, daß die Nahziele die Erreichung des Fernziels unmöglich machten". - Volkmar Muthesius: "Kapitalbildung und Kapitalverwendung" Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Neue Folge, Bd. 5, Berlin 1952, S. 156

deraufbau der im Kriege zerstörten Häuser und Verkehrswege (Eisenbahn, Straßen) u. a. m. Angesichts dieser dringenden Bedürfnisse erschien die Wiederherstellung eines freien Kapitalmarktes weniger wichtig.

Inwieweit die Lenkung des Kapitalmarktes berechtigt war, soll nicht erörtert werden, da es sich hier mehr um politische und sozialpolitische als um rein wirtschaftliche Fragen handelt. Doch erscheint es zum Verständnis der Abhandlung notwendig, die Folgen der kasuistisch-punktuellen Eingriffe in den Kapitalmarkt darzulegen; denn der Hauptfehler der Kapitalmarktpolitik¹⁾ lag offensichtlich in ihrer fehlenden Gesamtkonzeption, in der falschen Abstimmung der Mittel und in der Verkennung der Notwendigkeit eines richtigen Verhältnisses von quantitativen und qualitativen Eingriffen mit dem Ziel der Wiederherstellung eines sich weitgehend selbst regulierenden Marktes.

Gegenstand der folgenden Kapitel ist die Darstellung der Kapitalmarktpolitik in den ersten Jahren nach der Währungsreform und deren Auswirkungen auf die Industriefinanzierung. Doch wird in diesem Rahmen nur auf die gesamtwirtschaftlichen, d. h. auf die die Betriebe im allgemeinen betreffenden Auswirkungen eingegangen. Die rein betriebswirtschaftliche Darstellung der Effektenfinanzierung erfolgt im Hauptteil²⁾.

1. Die Steuerpolitik

Der Einfluß der Steuerpolitik auf den Kapitalmarkt beschränkt sich nicht nur auf die Höhe der Spar- und Investitionsquote, auf Kapitalangebot und Kapitalnachfrage, sondern er erstreckt sich auch auf die Art der Finanzierungsmethoden³⁾: "Denn in zahlreichen Fällen bedeutet die Beeinflussung der Kapitalbil-

1) "Kapitalmarktpolitik ist der Inbegriff aller Maßnahmen ihrer Träger (Gesetzgebung, Verwaltung und Wirtschaft), die unmittelbar die Determinanten des Kapitalmarktes (Gesamtangebot, Gesamtnachfrage, Zinsniveau) verändern (= quantitative Kapitalmarktpolitik) oder die Neuverteilung innerhalb der gegebenen Gesamtgrößen bewirken (= qualitative Kapitalmarktpolitik)" - H. G. Merkel "Theorie der Kapitalmarktpolitik", Berlin 1955 S. 84

2) vgl. II. Teil: Die Entwicklung der industriellen Effektenfinanzierung.

3) "Die Wirkung der Steuerpolitik ist auf den einzelnen Teilmärkten des Kapitalmarktes unterschiedlich, sie übt schon einen selektiven Einfluß aus, da sie eine Verschiebung im Gesamtangebot auf dem Kapitalmarkt erreicht. Bei der herrschenden Höhe der Steuersätze erfolgt ein Umschlag von der

„dung zugleich auch eine solche der Kapitalverwendung“¹⁾.

Mit Hilfe der Steuerpolitik nahm der Staat - seinen wirtschaftlichen und finanzpolitischen Zielen entsprechend - Einfluß auf die Ertragsgestaltung am Kapitalmarkt. Durch ein System von Steuerdifferenzierungen begünstigte oder benachteiligte er Kapitalanbieter und Kapitalnachfrager.

Die Art und die Höhe der in den Jahren nach der Währungsreform angewandten Besteuerung hemmten die (mögliche) private Geldkapitalbildung außerordentlich stark. Schmölders²⁾ spricht von der "Kapitalfeindlichkeit" des Steuersystems, die ihren Ausdruck in der Steuerprogression und in der Steuerhäufung finde. Denn nicht allein die überhöhten Sätze der Einkommen-, Körperschaft- und Vermögensteuer, sondern vor allem die Häufung der Steuerbelastung durch das Zusammenwirken der einzelnen Steuerarten ließen eine dem Realeinkommen entsprechende Geldkapitalbildung nicht zu.

Für den Aktien- und Rentenmarkt ergab sich durch diese kapitalfeindliche Gestaltung des Steuersystems eine Reihe nachteiliger Folgen.

a) Die steuerliche Diskriminierung der Aktie

Die steuerliche Diskriminierung der Aktie liegt in der Doppelbelastung³⁾ der

Quantität in die Qualität. Die quantitative Steuerpolitik führt in ihrer Tiefenwirkung zu einer qualitativen Umstellung der Finanzierungsmethoden der Unternehmen. Wenn die Unternehmen am verkümmerten Kapitalmarkt kein Kapital erhalten, greifen sie zur Selbstfinanzierung aus Selbsthilfe". Hans-Günther Merkel: "Theorie der Kapitalmarktpolitik", Berlin 1955, S. 103

1) Fritz Neumarck: "Möglichkeiten einer finanzpolitischen Beeinflussung von Kapitalbildung und Kapitalverwendung" in "Schriften des Vereins für Sozialpolitik", Neue Folge, Bd. 5, S. 57, Berlin 1953

2) Günter Schmölders: "Das Steuersystem im Lichte der Kapitalbildung", in "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen" (im folgenden abgekürzt: "ZfdgK") Jg. 1948, S. 155

3) Es handelt sich bei der Aktienbesteuerung nicht um eine Doppelbesteuerung, sondern um eine Doppelbelastung, da die Aktie selber nicht besteuert wird. Die Doppelbelastung der Aktie ergibt sich aus der Besteuerung des Gewinns der Aktiengesellschaften durch die Körperschaftsteuer und die nochmalige Besteuerung der an den Aktionär ausgeschütteten Dividende im Rahmen der Kapitalertrag- bzw. Einkommensteuer.

Erträge der Kapitalgesellschaften durch die Körperschaftsteuer und die Einkommensteuer.

Der Gewinn einer Aktiengesellschaft unterliegt zunächst der Körperschaftsteuer in voller Höhe, wobei der Körperschaftsteuersatz nach der Währungsreform 50 % (Militärregierungsgesetz Nr. 64, gültig ab 21. Juni 1948) und später (ab 1. Januar 1951) sogar 60 % (Körperschaftsteuergesetz-Ergänzung vom 27. Juni 1951) betrug¹⁾.

Derjenige Teil des Gewinns, der an die Anteilseigner des Unternehmens ausgeschüttet wird, unterliegt dann nochmals bei dem Empfänger der Einkommensteuer bzw. Körperschaftsteuer (soweit sie nicht unter das Schachtelprivileg fallen).

Dabei ergibt sich, daß die steuerliche Belastung des Geldgebers im Falle einer Darlehenshingabe, einer stillen Beteiligung oder einer Beteiligung an einer Personengesellschaft - unter Berücksichtigung des wesentlich größeren Risikos - weit geringer ist als im Falle der Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft.

Die Doppelbelastung der Aktie bestand zwar schon früher, doch war sie bei den niedrigen Steuersätzen eher tragbar. Bei den übermäßig hohen Steuersätzen nach der Währungsreform führte sie jedoch zu einer schweren Benachteiligung der Aktiengesellschaft.

Es wurde daher mit Nachdruck eine Steuerreform gefordert, die die Doppelbelastung der Aktie mildern und eine Gleichstellung der Aktiengesellschaften mit den anderen Unternehmungsformen herbeiführen sollte²⁾.

Infolge der hohen Steuersätze waren viele Gesellschaften, deren Bruttorentabilität nicht genügend hoch war, außerstande, ihren Aktionären eine der

-
- 1) Zum Vergleich sollen die Sätze von früher wiedergegeben werden: 1920 = 10 %; 1922 - 1936 = 20 %; 1936 = 25 %; 1937 = 30 %; 1938 = 35 %; 1939 - 1940 = 40 %; 1941 = 45 %; 1942 - 1945 = 55 %; (ohne Abstufungen). - vgl. "Grundlagen und Möglichkeiten einer organischen Finanz- und Steuerreform", "Institut für Finanzen und Steuern," Bonn 1954, S. 95 - 96
- 2) "Um möglichst gleiche steuerliche Wettbewerbsbedingungen für sämtliche Rechtsformen der Unternehmungen zu schaffen, müßte der Körperschaftsteuertarif mit dem Einkommensteuertarif abgestimmt werden" in "Grundlagen und Möglichkeiten einer organischen Finanz- und Steuerreform" S. 96 a. o. a. O.

Marktlage entsprechende Dividende zu zahlen. Ihre Chancen im Falle einer Aktienemission waren deshalb gering, weil bei einer niedrigeren Dividende der Erwerb von Aktien für den Geldkapitalanleger wenig attraktiv ist. Für die Gesellschaften war somit der Absatz ihrer Effekten in Frage gestellt.

Die finanzielle Auswirkung der hohen Doppelbelastung zeigt sich am besten in einem Vergleich der verschiedenen Renditen, die ein Kapitalanbieter bei der Anlage seines Geldbetrages in Unternehmen verschiedener Rechtsformen erzielt¹⁾.

Die Doppelbelastung der Gesellschaftereinkünfte bleibt aber nicht nur auf die Körperschaftsteuer und die Einkommensteuer beschränkt, sie findet auch bei der Vermögensteuer Anwendung. Das Gesellschaftsvermögen unterliegt bei der Kapitalgesellschaft in voller Höhe der Vermögensteuer. (Das Grundkapital darf bei der Steuerermittlung nicht abgezogen werden.) Die Wertpapiere, die den Anteil der Gesellschafter an dem Gesellschaftsvermögen verbriefen, werden dann bei der persönlichen Vermögensteuer der Anteilseigner nochmals (sobald die Freigrenze überschritten wird) der Besteuerung unterworfen. Eine zusätzliche Belastung ergibt sich durch die Soforthilfe bzw. durch den Lastenausgleich, da das lastenausgleichspflichtige Vermögen der Aktiengesellschaft und die Anteilsrechte der Aktionäre von der Lastenausgleichsabgabe erfaßt werden.

In diesen mehrfachen Belastungen der Aktie, die durch die hohen Steuersätze noch verstärkt wurden, ist eine erhebliche Benachteiligung der Geldkapitalanlage in Aktien gegenüber anderen Anlageformen zu sehen²⁾.

1) vgl. hierzu die Ausführungen des Kapitels "Die hohe Besteuerung der Aktie" im II. Teil, B, II, 2, a

2) "Die Mehrfachbelastungen der Gesellschaftereinkommen erscheint belastungspolitisch grundsätzlich nicht nur als Verstoß gegen das Prinzip der Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit, sondern auch gegen das der Gleichmäßigkeit der Besteuerung, da von dieser Mehrfachbelastung nur gewisse Personengruppen, nämlich die Gesellschafter der Kapitalgesellschaften ... betroffen werden. Soweit die Körperschaftsteuer wie es ihrem Zweck entspricht, effektiv aus dem Gewinn der Gesellschaften getragen wird und den zur Ausschüttung an die Gesellschafter zur Verfügung stehenden Betrag damit endgültig schmälert, trifft die Mehrfachbelastung nicht nur die Bezieher hoher Einkommen, sondern besonders auch Klein-Aktionäre in niedrigen Einkommensstufen" Günther Schmolders: "Organische Steuerreform", Berlin und Frankfurt/M. 1953, S. 45

Eine weitere Diskriminierung der Aktie lag in der steuerlichen Begünstigung der staatlichen festverzinslichen Wertpapiere. Die verschieden hohe Besteuerung der Kapitalerträge führte zu einer ungerechten steuerlichen Belastung innerhalb der Wertpapierarten. Die risikobehaftete Aktie, deren Verzinsung an der Spitze der Wertpapiere liegen muß¹⁾, wurde bewußt vom Wertpapiermarkt verdrängt. Die Folge dieser verschiedenen Diskriminierungen war, daß der Aktienmarkt praktisch lahmgelegt wurde: Die Aktie als eines der wichtigsten Finanzierungsinstrumente der industriellen Investitionsfinanzierung verlor ihre ehemalige Bedeutung. - Die Aktiengesellschaften bedienten sich bei der Finanzierung ihrer Investitionen nicht mehr oder nur noch in sehr geringem Umfang der Aktie, sondern hauptsächlich der Selbstfinanzierung und der Fremdfinanzierung durch die Aufnahme von Bankkrediten.

b) Die zweischichtige Steuerpolitik am Rentenmarkt

Am Rentenmarkt lassen sich die Maßnahmen und Auswirkungen der Steuerpolitik zugunsten des Fiskus besonders gut verfolgen.

Durch ein System steuerlicher Begünstigungen von Rentenwerten, mit deren Erlös die sogenannten "förderungswürdigen" Investitionsvorhaben finanziert werden sollten, sicherte sich der Staat eine Vorzugsstellung am Rentenmarkt. Der Staat als größter Schuldner am Rentenmarkt hatte in dieser Eigenschaft und im Hinblick auf den sozialen Wohnungsbau ein besonderes Interesse an einem niedrigen Zins. Um aber bei einem niedrigen Zins seine förderungswürdigen Rentenwerte attraktiv zu gestalten, stattete er sie mit steuerlichen Vorteilen aus. Das hatte zur Folge, daß durch ein System einseitig fiskalpolitisch ausgerichteter Differenzierungen der verschiedenen festverzinslichen Wertpapierarten das Zinsgefüge am Rentenmarkt verfälscht wurde: Es kam zu einer Spaltung des Rentenmarktes in steuerlich bevorzugte Papiere mit höherer Realverzinsung und in solche, die nicht in den Genuß steuerlicher Begünstigungen kamen, da sie - vom fiskalpolitischen Standpunkt aus gesehen - nicht förderungswürdig erschienen.

1) "Vom Standpunkt einer produktionspolitisch orientierten Steuerpolitik sollte das risk-taking-capital, das verantwortliche Kapital, mindestens nicht schlechter gestellt werden als Obligationen". Fritz Neumark in: "Kapitalbildung und Kapitalverwendung" in den "Schriften des Vereins für Sozialpolitik" Neue Folge, Bd. 5, Berlin 1953, S. 165

Die Nominalzinssätze der festverzinslichen Wertpapiere richteten sich nach dem im Zuge der Währungsreform neu geschaffenen 5 %igen Pfandbrieftyp. Die Industrie-Obligationen wurden mit 6 1/2 % Zinsen ausgestattet, die Bundesbahn-Anleihe wurde mit 6 % verzinst und die Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau mit 5 1/2 % (steuerbegünstigt wie Pfandbriefe) und 3 1/2 % (keine Vinkulationszeit und Anleihenzinzen steuerfrei¹⁾).

Neben den Neuemissionen bestanden aber auch noch die 4 %igen, umgestellten Reichsmarkpfandbriefe und die umgestellten, mit 4 % verzinslichen RM-Industrie- und Kommunalobligationen²⁾. Obwohl die neu ausgegebenen Papiere steuerbegünstigt waren, erzielten die Altemissionen infolge der kürzeren Laufzeit und des über pari liegenden Rückzahlungskurses eine höhere Rendite³⁾.

Diese interventionistischen Maßnahmen des Staates durch Zinsfestsetzungen und durch steuerliche Bevorzugung führten zu einem gespaltenen Zins am Rentenmarkt. Sie bewirkten eine Zweiteilung des Rentenmarktes, indem sie durch das Differenzierungssystem nicht nur das Zinsgefüge zwischen Alt- und Neuemissionen, sondern auch das zwischen den verschiedenen Rentenwerten veränderten. Da die Steuerbegünstigung nur auf ausgewählte Typen Anwendung fand, benachteiligte sie die anderen festverzinslichen Schuldverschreibungen, insbesondere die Industrie-Obligationen. Benachteiligt wurden aber auch andere Anlageformen wie z.B. die Aktien und das Kontensparen. Der Kapitalmarkt wurde dadurch in schlecht miteinander kommunizierende Teilmärkte aufgespalten.

Die Privilegierung des Staatskredites bedeutete eine Benachteiligung der privaten Kapitalnachfrage und damit eine Behinderung der industriellen Emissionsvorhaben. Der Staat begünstigte sich selbst durch die Gesetzgebung auf Kosten der privaten Wirtschaft und verschaffte sich mit Hilfe der Steuerpolitik einen bevorzugten Zutritt zum Kapitalmarkt. Denn in der Einkommensteuerfreiheit des Zinsertrages ist nicht nur eine Präferenz der "förderungswürdigen" Rentenwerte zu sehen, sie brachte auch eine der Marktlage nicht entsprechende Realverzinsung (Verfälschung der Nettorendite). Andererseits wurde durch die Zinsfestsetzung eine Zinsbremse gegen attraktive Zinsangebote der Privatwirtschaft

1) Hans Strathus: "Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Probleme seines Wiederaufbaus", in "Institut Finanzen und Steuern", Bonn 1952, S. 93

2) derselbe, ebenda, S. 107

3) vgl. die Tabelle 19: "Effektivverzinsung von Wertpapieren und Spareinlagenzins" in "Der Kapitalmarkt in Westdeutschland ...", a. a. O., Seite 103

eingebaut. Die Folge war, daß sich ein "grauer" und ein "schwarzer" Markt bildeten, die somit die Marktspaltung deutlich zum Ausdruck brachten.

Auch das Verhalten der Kapitalanbieter wurde weitgehend von der Steuerpolitik beeinflusst. Ihr Kaufmotiv war weniger die Absicht einer langfristigen Anlage ihres Geldkapitals, als vielmehr die Wahrnehmung steuerlicher Vorteile. Die steuerbegünstigten Papiere ließen sich deshalb leicht unterbringen, während die nicht-begünstigten Werte nur schwer Absatz fanden.

Das Steuersystem schuf durch seine verschiedenartigen Zinsdifferenzierungen unübersichtliche Verhältnisse am Rentenmarkt. Die schlechte Transparenz des Rentenmarktes - bedingt durch die Marktspaltung - brachte statt einer Vereinfachung eine Komplizierung, die der Popularisierung des Wertpapiersparens sehr hinderlich war.

Das Ergebnis der zweigleisigen Steuerpolitik am Rentenmarkt bestand somit auf der Kapitalnachfrageseite in der Benachteiligung der privaten industriellen Emissionen und auf der Kapitalangebotsseite in einer einseitigen Orientierung nach Steuervorteilen anstelle einer langfristig beabsichtigten, zweckfreien Anlage. Durch die Verfälschung des Zinsgefüges aber wurde die Regulierungsfunktion des Zinses ausgeschaltet: Kapitalbildung und Kapitalverwendung wurden weitgehend staatlich gelenkt. Damit ergab sich in der weiteren Auswirkung eine Veränderung der Marktdaten und der Marktkonstellation des Kapitalmarktes. Auf die einzelnen Auswirkungen dieser staatlichen Kapitalmarktpolitik hinsichtlich der Industriefinanzierung, speziell der daraus resultierenden betriebswirtschaftlichen Finanzierungsprobleme, wird dann bei der Behandlung des Rentenmarktes eingegangen¹⁾.

2. Die Zinspolitik

a) Der Streit um die Höhe des Kapitalmarktzinses

Neben der Steuerpolitik bietet sich die Zinspolitik als die wirksamste Maßnahme zur Beeinflussung des Kapitalmarktes an. Beide Eingriffsmöglichkeiten stehen in einem engen Zusammenhang miteinander, da die steuerlichen Maßnahmen auf dem Kapitalmarkt vielfach auf eine Zinsdifferenzierung abzielen.

1) vgl. hierzu das Kapitel "Die Auswirkungen des Kapitalmarktförderungs-gesetzes auf die Industrie-Obligationen" im Teil II, C, II, 4

Nachdem in Verbindung mit der Währungsreform die freie Marktwirtschaft proklamiert wurde, stellte sich die Frage, ob auch der Zins als Regulierungsfaktor zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage freigegeben werden sollte.

Zwischen den Anhängern eines freien Zinses und den Verfechtern eines staatlich festgesetzten Zinses kam es zu heftigen Diskussionen über die Fragen, ob sich eine Zinsliberalisierung praktisch durchführen ließe, ob ein freier Zins unter den gegebenen Verhältnissen seine Selektionsfunktion ausüben könne und ob ein hoher Zins ein größeres Geldkapitalangebot am Kapitalmarkt zur Folge hätte.

Die Anhänger des freien Zinses verlangten einen marktgerechten, d.h. einen der Marktlage entsprechenden hohen Zins. Gegenüber den Befürwortern der "Politik des billigen Geldes" machten sie geltend, daß ein niedriger Zins in Anbetracht des großen Geldkapitalmangels eine Verfälschung der wahren Kapitalmarktsituation darstelle. Der Zins als Preis für das knappe Gut Kapital müsse die Knappheit zum Ausdruck bringen¹⁾. - Bei einem niedrigen Zins, so folgerten sie, bestehe die Gefahr einer zu großen Ausdehnung der Investitionen.

Um Preissteigerungen infolge übermäßiger Kreditschöpfung entgegenzuwirken, müsse dann zu scharfen Kreditrestriktionen gegriffen werden. Die Auslese der Investitionsvorhaben solle nicht der staatlichen Kreditlenkung, sondern dem Zins überlassen werden. Angesichts des großen Kapitalmangels müsse auch der Kapitalzins so hoch sein, daß er den Sparern genügend Anreiz zur langfristigen Anlage ihres Geldes gebe²⁾.

Gegen diese Ansichten argumentierten die Verfechter des niedrigen Zinses, ein hoher Kapitalzins hemme die Investitionstätigkeit. Auch könne durch die Fest-

1) Adolf Weber in der Einleitung zu "Der Kapitalzins im Kreuzfeuer" von Otto Kraus, München 1951: "Ohne einen Zins, der dem jeweiligen Verhältnis von Angebot und Nachfrage entspricht, fehlt der Volkswirtschaft die Orientierungsmarke, die zu verhindern hilft, daß Kapital an den verkehrten Stellen eingesetzt wird. Diese Ordnungsfunktion des marktkonformen Zinses ist volkswirtschaftlich viel wichtiger als die Anreizfunktion".

2) Der Sparkassenbericht verlangte - in der Erkenntnis des Zinses als eines nach zwei Richtungen hin wirkenden Steuerungsmittels - für den Kapitalmarkt einen "vorsichtig abgewogenen, für den Gläubiger annehmbaren und für den Schuldner tragbaren Zins". ZfdgK, Jg. 1951, S. 485

setzung eines hohen Habenzinses das Angebot an echtem langfristigem Sparkapital nur unwesentlich gesteigert werden, da die Sparer zinsunempfindlich und mehr auf die Wertbeständigkeit und leichte Mobilisierbarkeit als auf die Höhe des Zinsertrages bedacht seien.

Eine kritische Beurteilung der Situation führt zu dem Ergebnis, daß in Anbetracht der anomalen Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt der Zins seiner Aufgabe als Ausgleichsfaktor zwischen Kapitalangebot und -nachfrage nicht gerecht werden konnte.

Infolge der weitgehenden Vernichtung der industriellen Kapazität durch Krieg und Demontagen mußte der Wiederaufbau von Unternehmen finanziert werden, die in der Anlaufzeit oder infolge von Preisbindungen keinen ausreichenden Ertrag zur Zahlung hoher Kreditzinsen erwirtschaften konnten.

Oft bildete aber die Produktion jener Unternehmen, wie z.B. der Grundstoffindustrie und der Energiewirtschaft, die Grundlage der mit hohem Ertrag arbeitenden Betriebe der weiterverarbeitenden Industrie.

Die Festsetzung eines der damaligen Marktsituation entsprechend hohen Kapitalzinses war für die Aufbauindustrien untragbar. Auch noch ein oder zwei Jahre nach der Währungsreform ließ sich keine wesentliche Erhöhung des Kapitalzinses verwirklichen, da sie einen starken Kursverfall der im Umlauf befindlichen festverzinslichen Papiere mit sich gebracht hätte. Ein Kursrückgang hätte wiederum zu einem empfindlichen Rückschlag am Rentenmarkt geführt, weil das Vertrauen der Sparer in die Wertstabilität ihrer Geldanlage erneut erschüttert worden wäre.

Aus diesem Gesichtspunkt heraus und mit Rücksicht auf die beschränkte Belastungsfähigkeit des sozialen Wohnungsbaus und jener Wirtschaftszweige, die aus verschiedenen Gründen einem freien Zinswettbewerb nicht ausgesetzt werden konnten, wurde die Höhe des Kapitalmarktzinses¹⁾ auf 5 % festgesetzt²⁾.

Als Nominalzins für Neuemissionen wurde unmittelbar nach der Währungsreform der 5 %-Typ, für Industrie-Obligationen und andere Schuldverschreibungen überwiegend der 6 %- und 6 1/2 %-Typ, gewählt³⁾.

1) Als Richtsatz für den Kapitalmarktzins gilt der landesübliche Zinsfuß, d.i. die Nominalvergütung der Hypothekenpfandbriefe.

2) und 3) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1948/49, S. 20

b) Die staatlichen Eingriffe in das Zinsgefüge

Die weitgehende Ausrichtung der Zinspolitik nach der Politik des billigen Geldes geschah aus einer Zwangslage heraus. Sie war jedoch eine Verfälschung der wahren Marktsituation und kam einem Zinsstopp gleich. Die Lenkungsfunction des Zinses wurde dadurch ausgeschaltet.

Als Auswirkung der Politik des künstlich niedrig gehaltenen Kapitalzinses bei gleichzeitigem Kapitalmangel mußte sich zwangsläufig eine Emissionskontrolle und damit auch eine staatliche Investitionslenkung ergeben. Die Ausgabe und Verzinsung der Emissionen wurde von der Genehmigung einer staatlichen Stelle abhängig gemacht, in deren Gutdünken die Lenkung der Kapitalströme gestellt war. Daß diese Lenkung nicht zu Gunsten der Industrie, sondern in staatliche Kanäle erfolgte, wird noch ausführlich dargelegt¹⁾.

Die verhängnisvolle Wirkung des Zinsstopps zeigte sich vor allem am Emissionsmarkt. Er führte zu dem Entstehen eines grauen Marktes, da die Emittenten - vor allem von Pfandbriefen - den Wertpapierzeichnern besondere Bonifikationen gewährten, die den Zinsertrag noch erhöhten²⁾.

Durch diese künstliche Erhöhung der Effektivverzinsung erbrachten nominell höher verzinsliche Industrie-Obligationen eine geringere Rendite als die niedriger verzinslichen Pfandbriefe.

Durch willkürliche und bewußte Manipulationen des Zinses wurde somit das Zinsbild verzerrt: Die staatlichen Eingriffe verursachten eine Verfälschung des Zinsniveaus und des Zinsgefüges innerhalb der Wertpapierarten.

Der Zinsstopp in Verbindung mit einem ungewöhnlich starken Nachgeben in den Emissionsbedingungen (niedrigere Emissionskurse und kurze Laufzeiten) verschaffte daher den staatlichen Emittenten einen deutlichen Vorsprung gegenüber den industriellen Kapitalnehmern.

Industrieunternehmen, die in der Lage waren, einen höheren Zins als den behördlich vorgeschriebenen Kapitalzins zu bieten, wurden daran gehindert, da sie den offiziellen Satz nicht überschreiten durften. Diese Unternehmen wählten infolgedessen die Selbstfinanzierung.

1) vgl. die Ausführung über "Die Emissionskontrolle" im Teil I, Kap. A, III, 4

2) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1952, S. 19

Neben der staatlichen Maßnahme des Zinsstopps, die in ihrer indirekten Auswirkung zur Selbstfinanzierung führte, war für deren außerordentliche Bevorzugung hauptsächlich die Steuerpolitik verantwortlich, die diese Finanzierungsart begünstigte. Die Folge dieser Entwicklung waren wiederum Rückwirkungen auf die Zinsbildung. Die steuerlich begünstigte Möglichkeit der Selbstfinanzierung machte viele Unternehmungen zinsunempfindlich, da sie - durch die steuerliche Begünstigung verleitet - nicht mehr gezwungen waren, scharf zu kalkulieren und deshalb die Zinsrechnung vielfach vernachlässigen konnten. Auf diese Weise ging die Richtschnur für eine am Marktzins orientierte Kalkulation verloren. Der Rentabilitätsmaßstab wurde außer Kraft gesetzt: Die Investitionen wurden nicht mehr nach dem Gesichtspunkt ihrer erwarteten Rentabilität, sondern nach steuerlichen Vorteilen vorgenommen.

Das Verfahren der behördlichen Kapitallenkung kann durchaus zu einer volkswirtschaftlich richtigen Kapitalverteilung führen. Dadurch ist jedoch noch nicht die Gewähr der besten Verwendung des Geldkapitals gegeben. Denn eine den gesamtwirtschaftlichen Gegebenheiten entsprechende Verteilung der Finanzierungsmittel stimmt nicht in jedem Fall mit der betriebswirtschaftlichen Forderung nach Erzielung der höchsten Rentabilität des eingesetzten Geldkapitals überein.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die Auslesefunktion des Zinses durch das Fehlen einer gesamtwirtschaftlichen freien Preisbildung (Preisbindungen) und durch staatliche Eingriffe in das Zinsgefüge (Zinsstopp, Steuerpolitik) nicht mehr gewährleistet war. Andererseits hätte ein unter der Voraussetzung einer Zinsliberalisierung zustande gekommener hoher Zins in Anbetracht struktureller und entwicklungsbedingter Disproportionalitäten zu schweren volkswirtschaftlichen Schäden geführt.

Der staatliche Eingriff kann deshalb nicht grundsätzlich abgelehnt werden. Der Fehler bestand jedoch darin, daß die Lenkungsmaßnahmen dem im Zuge der rasch fortschreitenden wirtschaftlichen Normalisierung sich anbahnenden Gleichgewicht am Kapitalmarkt entgegenwirkten. Dadurch verzögerte sich die Wiederherstellung des Kapitalmarktes, insbesondere des Effektenmarktes, wesentlich.

3. Die Sparförderung

Um die freiwillige Spartätigkeit wieder anzuregen, griff der Gesetzgeber zu einer Reihe wirtschaftspolitischer Maßnahmen.

Die wichtigste Aufgabe für die Wiederbelebung des Spargedankens war, die ersparte Kaufkraft dem Sparer zu erhalten und das Vertrauen der währungsge-schädigten Sparer durch eine teilweise Aufwertung der Sparguthaben zurück-zugewinnen.

Da eine Wertsicherung von Sparguthaben illusorisch ist - die beste Sicherung liegt in einer gesunden Wirtschafts-, Finanz- und Währungspolitik - kamen als Maßnahmen zur Sparförderung nur eine Aufwertung der Sparguthaben und eine den Sparwillen fördernde Zins- und Steuerpolitik in Frage. Eine generelle Aufwertung der Sparguthaben wurde nicht nur aus dem Gesichtspunkt heraus abgelehnt, daß sie auf Kosten einer (steuerlichen) Mehrbelastung erfolgen wür-de, sondern auch, weil sie die echten Ersparnisse der Vorkriegszeit den wäh-rend der Kriegsjahre infolge zurückgestauter Kaufkraft entstandenen Ersparnis-sen gleichgestellt hätte. Aus diesen Gründen erschien nur eine Aufwertung der Altsparerguthaben gerechtfertigt, die dann im "Altsparergesetz" vom 1. Juli 1953 verwirklicht wurde¹⁾.

Neben dem Aufwertungsproblem gab auch die Frage einer angemessenen Zins-höhe für Spareinlagen Anlaß zu heftigen Diskussionen. Von den Verfechtern eines niedrigen Zinses wurde behauptet, daß - infolge der Zinsunempfindlich-keit der Sparer - niedrige Spar-Zinssätze nicht zu einer Beeinträchtigung der Spartätigkeit führen würden. Es zeigte sich jedoch, daß die Verzinsung nach und nach eine größere Bedeutung erlangte, besonders, als durch die Wieder-belebung des Kapitalmarktes wieder Vergleichsmöglichkeiten hinsichtlich der Realverzinsung der verschiedenen Anlageformen gegeben waren. Das Zinsin-teresse des Sparers konnte folglich nicht mehr bestritten werden²⁾.

1) Nach dem "Gesetz zur Milderung von Härten der Währungsreform" vom 1. Juli 1953 hatte ein Altsparer (Sparer, der bereits am 1.1.1940 ein Kon-tensparguthaben besaß) einen Anspruch auf eine Entschädigung in Höhe von 13,5 % seines RM-Sparguthabens. Da ihm bei der Währungsreform 6,5 % verblieben waren, erhielt er insgesamt 20 %.

2) Im Monatsbericht der BdL vom Juli 1954 wird erwähnt, daß Wirtschaftsunter-nehmen ihre Termineinlagen in Spardepositen umwandeln, um einen höhe-ren Zins zu erzielen. Auch Kassenreserven der öffentlichen Hand wurden vielfach als Spareinlagen gehalten.

Als wichtigste Maßnahme der Sparförderung diente die Steuerpolitik. Zur Förderung der Sparbildung wurde das Gesetz Nr. 64 der Militärregierung vom 22. Juni 1948 erlassen¹⁾, das Steuervergünstigungen für sogenannte Kapitalansammlungsverträge vorsah²⁾.

Der Erfolg dieser Steuerbegünstigung des Sparens war jedoch zunächst sehr gering³⁾, und zwar aus folgenden Gründen: Für die Personengruppen mit kleinem Einkommen war die Steuerbegünstigung zu niedrig, um einen Anreiz zum Sparen zu geben. Für die Lohnsteuerpflichtigen war das Verfahren zu kompliziert. Teilweise waren auch die anderen Sonderausgaben des Lohnsteuerpflichtigen höher als der Pauschbetrag, so daß sich die Begünstigungsvorschriften gar nicht auswirken konnten.

Die Beschränkung des steuerbegünstigten Sparens nach der Höhe der Beträge sowie nach der Art des begünstigten Personenkreises (Körperschaften konnten von der Möglichkeit des steuerbegünstigten Sparens keinen Gebrauch machen) verhinderte den Zufluß hoher Sparbeträge potentiell großer Sparer. Auch die im Gesetz vorgeschriebene dreijährige Bindung des Sparkapitals hielt viele Sparer von dieser begünstigten Anlage ab⁴⁾.

Beim Effektsparen verminderte die Festschreibung der steuerbegünstigt erworbenen Wertpapiere und die Beschränkung der Begünstigung auf den Ersterwerb die Mobilität der Papiere und schuf ein latentes Kursrisiko⁵⁾. Diese Hemmnisse waren ausschlaggebend für den anfänglichen Mißerfolg des steuerlichen Anreizes zur Förderung der Spartätigkeit⁶⁾. Ab 1951 fand das steuerbegünstigte

1) Geschäftsbericht der BdL 1948/1949, S. 19

2) Dieses Gesetz, in Verbindung mit dem § 11b EStDVO gestattete dem Steuerpflichtigen, im Rahmen der Sonderausgaben (§ 10 EStG) den Betrag der Kapitalansammlung bis zu einem bestimmten Jahreshöchstbetrag vom steuerpflichtigen Einkommen abzusetzen.

3) Geschäftsbericht der BdL 1952, S. 36

4) Voraussetzung für die Inanspruchnahme der Steuerbegünstigung war die dreijährige Festlegung der Sparguthaben bzw. der Wertpapiere (Festschreibung auf den Namen).

5) Da sich die Steuerbegünstigung nur auf den Ersterwerb erstreckte, wurde die Weiterveräußerung gehemmt. Infolge des Wegfalls der Steuervorteile im Falle des Verkaufs unterlagen deshalb die begünstigten Papiere einem mehr oder weniger hohen Kursverfall.

6) vgl. das Ergebnis im Jahr 1950 mit einem Anteil von 7 % am gesamten Sparvolumen.

Sparen größeren Zuspruch, nahm jedoch relativ gesehen nicht mehr zu¹⁾. Die Wirkung der Steuerbegünstigung kann somit nicht als nachhaltig bezeichnet werden, zumal wenn man bedenkt, daß zweifellos ein Teil des - statistisch als steuerbegünstigt ausgewiesenen - Sparvolumens auch ohne Mitwirkung des Gesetzgebers zustande gekommen wäre.

Neben dem System der steuerlichen Begünstigung des Sparens in Form der Absetzbarkeit des Sparbetrages als Sonderausgaben sollte der Förderung des Sparwillens und der Spartätigkeit das sogenannte Prämiensparen dienen. Mit dieser neuen Sparform wurde beabsichtigt, den Kleinsparern als Ausgleich für die Begünstigung, die den Beziehern hoher Einkommen durch die einkommensteuerliche Begünstigung der Kapitalansammlungsverträge zugute kamen, durch die Beteiligung an einer Prämienauslosung einen Anreiz zum Sparen zu geben.

Im Gegensatz zu einer steuerlichen Begünstigung beim Erwerb über die Sonderabschreibung wurden jedoch Prämien beim Kauf von Wertpapieren nicht gewährt. Das Prämiensparen war deshalb nicht geeignet, bisher kurzfristig angelegte Mittel des Geldmarktes in die festverzinslichen Wertpapiere zu lenken.

Insgesamt gesehen haben somit die Sparförderungsmaßnahmen nicht den vom Gesetzgeber gewünschten Erfolg geteilt. Insbesondere für den Effektenmarkt brachten sie keine nennenswerten Vorteile.

4. Die Emissionskontrolle

Die Emissionskontrolle ist ein Instrument der Kapitalmarktpolitik, mit dessen Hilfe eine Überwachung oder Regulierung der Effektenemissionen bezweckt wird. Sie kann sich dabei der Emissionssperre oder des Genehmigungszwanges für Emissionen bedienen.

1) Spareinlagebestand: davon			Anteil in v. H.
Jahr	Insgesamt	steuerbegünstigt	(abgerundet)
1950	4.065,5	278,2	7
1951	4.984,0	609,2	12
1952	7.403,8	964,8	13
1953	11.240,9	1.515,2	13
1954	16.717,2	2.287,1	13

vgl. Stat. Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1955, S. 365

Die im BGB (§ 795) verankerte Emissionskontrolle für Inhaber- und Orderschuldverschreibungen wurde durch das "Gesetz über den Kapitalverkehr"¹⁾, das sogenannte Kapitalverkehrsgesetz, auch auf die anderen Effekten ausgedehnt und erheblich verschärft²⁾.

Das Kapitalverkehrsgesetz sollte als Kontrollinstrument des in seinen Funktionen gestörten Kapitalmarkts dienen, der nach Ansicht des Gesetzgebers eines Schutzes vor einem Überangebot an Emissionen bedurfte.

Ein staatlicher Kontrollausschuß hatte die Lenkung des Geldkapitals nach den Gesichtspunkten der gesamtwirtschaftlich erwünschten und notwendigen Investitionen vorzunehmen. Die Kontrolle sollte dafür sorgen, daß nur solche Emissionen an den Markt kämen, deren Absatz hinreichend gesichert und deren Verwendung volkswirtschaftlich gerechtfertigt erschien.

Das Gesetz über den Kapitalverkehr bezweckte somit die Bewirtschaftung des Kapitalmarktes, eine Maßnahme, die eine ganze Anzahl von Verfechtern der freien Marktwirtschaft zu heftiger Kritik veranlaßte.

1) verkündet im Gesetzblatt der Verwaltung des Vereinigten Wirtschaftsgebietes Nr. 34 vom 6.9.1949

2) Die wichtigsten Bestimmungen lauten:

Nach § 1 bedürfen 1) die erstmalige Begebung von a) Teilschuldverschreibungen auf den Inhaber oder an Order b) sonstige Schuldverschreibungen, die zur Verwendung am Kapitalmarkt geeignet sind c) Aktien (über eine Mio DM nach § 2, I), Zinsscheine und Genußscheine, wenn sie gegen Zahlung eines Geldbetrages ausgegeben werden, der Genehmigung des Kapitalverkehrsausschusses. - Die Genehmigung kann unter Bedingungen und Auflagen erteilt werden (§ 1, II). Im § 5 wird vorgeschrieben, daß Genehmigungen auf Grund dieses Gesetzes nur erteilt werden sollen, wenn die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes nach Art und Umfang in Einklang steht: a) mit den Zielen des europäischen Wiederaufbauprogramms und den Bedürfnissen der gesamtdutschen Wirtschaft, b) mit den Erfordernissen einer raumwirtschaftlichen Neuordnung, c) mit den Grundsätzen einer geordneten Währungspolitik. Hierbei sind die von den zuständigen Stellen aufgestellten Investitionsprogramme und Richtlinien zu beachten. § 5, II: Der Ausschuß für Kapitalverkehr hat die Grundsätze, nach denen er entscheidet, den jeweiligen wirtschafts- und währungspolitischen Gegebenheiten anzupassen. Bei Zuwiderhandlungen gegen dieses Gesetz sind im § 10 Strafbestimmungen vorgesehen.

Sie machten dem Kapitalverkehrsausschuß den Vorwurf, daß seine Tätigkeit darauf ausgerichtet sei, die Emissionen der privaten Wirtschaft vom Kapitalmarkt fernzuhalten, um die Spargelder in die Kanäle der öffentlichen Hand zu leiten. Industripapiere seien erst zugelassen worden, als durch das Kapitalmarktförderungsgesetz der Vorrang der staatlichen Emissionen gesichert gewesen sei. - Sie gaben jedoch zu, daß die bremsende Wirkung der Emissionskontrolle insofern nicht geschadet habe, als dadurch ein ruinöser Wettbewerb der Emittenten im Falle eines großen Wertpapierangebots verhindert worden sei¹⁾.

Im September 1950 gab der Ausschuß für Kapitalverkehr eine verschärfte Emissionskontrolle bekannt, nach der Emissionen nur noch zugelassen wurden, wenn die Zinssätze bei Pfandbriefen und Kommunalobligationen 5 % und bei Industrieobligationen 6,5 % nicht überstiegen (§ 1). Bei größeren Emissionsanträgen sollten nur beschränkte Teilbeträge (bis zu 5 Mio DM) freigegeben werden, falls nicht eine weitgehende Placierungsmöglichkeit nachgewiesen werden konnte (§ 2). Jedoch sollte zur Entlastung des Marktes auf eine verstärkte Ausgabe von Aktien hingewirkt werden (§ 5)²⁾.

Die Notwendigkeit dieser Maßnahme wurde mit dem Hinweis auf das Bestehen "nicht hinreichend wettbewerbllich gesicherter Märkte begründet, auf denen ein freier Zins nicht ohne weiteres zu einer volkswirtschaftlich befriedigenden Auswahl der Investitionsvorhaben führe"³⁾.

Dagegen läßt sich einwenden, daß die Auswahl der Investitionen durch die Emissionskontrolle nur auf solche Investitionsvorhaben angewendet werden kann, die durch Wertpapieremissionen finanziert werden. Die durch Selbstfinanzierung, Bankkredite und Direktkredite finanzierten Investitionen können von der Emissionskontrolle nicht erfaßt werden. Infolgedessen mußten sich für solche Investitionen, die dieser Kontrolle unterworfen waren, erhebliche Nachteile ergeben. Die Folge war, daß die Unternehmen anstelle der Effektenfinanzierung die unkontrollierbare Selbstfinanzierung wählten.

1) vgl. "Industriekurier" vom 26. 9. 1953, S. 3

2) Bundesanzeiger vom 8. September 1950 Nr. 173,
Jg. 2, S. 1

3) Bundesanzeiger vom 8. September 1950, Nr. 173,
Jg. 2, S. 1

Am 31. Dezember 1953 lief das Kapitalverkehrsgesetz ab¹⁾. Von diesem Zeitpunkt an galten lediglich die Bestimmungen des § 795 BGB über die Ausgabe von Schuldverschreibungen auf den Inhaber. Alle anderen Emissionen, einschließlich der Aktien, waren demnach grundsätzlich genehmigungsfrei. Mit Ausnahme der Schuldverschreibungen, die später einer erneuten staatlichen Kontrolle unterworfen wurden, war damit eines der größten Hindernisse eines freien Kapitalmarktes beseitigt.

5. Der Dividendenstopp

Der Dividendenstopp beruhte auf der Dividendenabgabeverordnung (Verordnung zur Begrenzung von Gewinnausschüttungen) vom 12. Juni 1941²⁾.

Mit dieser Verordnung sollte während des Krieges die Ausschüttung eines seiner Höhe nach volkswirtschaftlich nicht gerechtfertigten Gewinns verhindert werden³⁾.

§ 1, Absatz 1 der Verordnung schrieb für Kapitalgesellschaften, die im Vorjahr nicht mehr als 6 % Dividende gezahlt hatten, 6 % und für Gesellschaften,

1) vgl. Gesetz über den Kapitalverkehr vom 15.12.1952, BGBl., I, § 19, S. 803. - Durch das Gesetz über die Ausgabe von Inhaber- und Orderschuldverschreibungen vom 26.6.1954 (BGBl, I, S. 147), wurde der § 795 BGB über die Ausgabe von Inhaberschuldverschreibungen neu gefaßt (Zi. 1) und ein § 808a eingefügt, wonach auch die an Order gestellten Schuldverpflichtungen der staatlichen Genehmigung bedürfen, die durch den Bundeswirtschaftsminister im Einvernehmen mit der obersten Landesbehörde zu erteilen ist (Zi. 3). Auf die Bundes- und Länderanleihen finden die §§ 795 und 808a BGB keine Anwendung (Zi. 4). Die Genehmigung darf nur wegen mangelnder Bonität, nicht jedoch aus allgemeinen marktpolitischen Gründen verweigert werden.

2) RGBl. I, 1941, S. 323

3) Nach § 2, Ziffer 3 der Verordnung mußte der von der Kapitalgesellschaft an die Anteilseigner nicht ausgeschüttete Gewinn unverzüglich in Schatzanweisungen des Reiches angelegt werden. - Falls eine über 6 % hinausgehende Dividende ausgeschüttet, jedoch nicht in Schatzanweisungen angelegt wurde, mußte das Unternehmen eine Dividendenabgabe entrichten, die sich nach der Höhe der Mehrausschüttungen staffelte.

die mehr als 6 % ausgeschüttet hatten, eine Maximalhöhe von 8 % vor. - Nach § 1, Absatz 2 durfte im Falle einer Kapitalerhöhung der auszuschüttende Betrag nicht größer sein als der vor der Kapitalerhöhung zulässige Betrag. Bei einer Verdoppelung des Grundkapitals betrug somit die Maximalhöhe der Dividende 3 %¹⁾.

Die ursprüngliche Absicht der Dividendenstoppverordnung war, die Wertpapiere in ihrer Verzinsung "herunterzikonvertieren", um das infolge der Preisbindung und des Geldüberhanges ausreichend vorhandene, anlagesuchende Geldkapital durch Ausgabe von Reichsanleihen in staatliche Kanäle zu leiten. Die Gültigkeit der Verordnung wurde ausdrücklich auf die Dauer des Krieges begrenzt. Obwohl sie nach der Beendigung des Krieges ihre Berechtigung verloren hatte, blieb sie - auch noch nach der Währungsreform - in Kraft.

Die Kapitalmarktlage nach der Währungsreform erforderte jedoch keinen Dividendenstopp, sondern eine Dividendenfreigabe; denn es ging weniger um die Lenkung als vielmehr um die Hervorbringung eines ausreichend fließenden Geldkapitalstromes. Der Dividendenstopp verminderte das Geldkapitalangebot für die Aktienfinanzierung, da die niedrigen Aktiendividenden keinen genügenden Anreiz zum Erwerb von Aktien boten. Gleichzeitig versperrte er solchen Kapitalnachfragen den Weg zum Aktienmarkt, die - um Geldkapital an sich zu ziehen - eine hohe Dividende zu zahlen bereit waren. "Dividendenstopp aber bedeutet Egalisierung aller Unternehmen auf dem Kapitalmarkt, ... die Aktie wird in ihrer Verzinsung zur Obligation"²⁾.

Die Aktiengesellschaften waren infolgedessen gezwungen, ihren Kapitalbedarf über die Selbstfinanzierung zu beschaffen. Nicht nur für die Wiederbelebung des Aktienmarktes, sondern auch im Interesse einer Investitionsfinanzierung, die der Kontrolle des Kapitalmarktes unterworfen ist, wäre es in manchen Fällen vorteilhafter gewesen, wenn die Gesellschaften ihre Gewinne ausgeschüttet hätten, statt sie für übertriebene Investitionen zu verwenden.

1) Auf Aktiengesellschaften mit weniger als RM 300.000. -- Grundkapital fanden die Bestimmungen der Dividendenabgabeverordnung keine Anwendung.

2) "Durch die Festsetzung der Dividenden wird die Zinsentwicklung unterbunden, das Marktgeschehen und die Bewegung auf dem Kapitalmarkt erstarrt, die Relation von Dividende und Kurs scheidet als Maßstab des Marktzins aus". - Hans-Günther Merkel: "Theorie der Kapitalmarktpolitik", Berlin 1955, S. 158

Vielen Unternehmen war jedoch der Dividendenstopp angenehm, weil sie dadurch in ihrer Dividendenpolitik nicht der Konkurrenz ausgesetzt waren, die sich bei freier Dividendengestaltung ergibt. Vielmehr brauchten sie nur die höchstzulässige Dividende auszuschütten und konnten den Restgewinn zur Selbstfinanzierung verwenden.

Im Dezember 1952 wurde die Dividendenabgabeverordnung aufgehoben¹⁾. Dadurch wurden die ertragskräftigen Gesellschaften in die Lage versetzt, eine über 6 % hinausgehende Dividende auszuschütten. Für emissionswillige Unternehmen waren damit günstige Voraussetzungen für spätere Aktienemissionen geschaffen. Die Mehrzahl der Gesellschaften ließ jedoch noch lange Zeit die notwendige Dividendenfreudigkeit vermissen.

B. Die Investitionsfinanzierung der Industrie

I. Kapitalbildung und Investitionsfinanzierung

1. Geldkapitalbildung und Geldkapitalverwendung

Als nach der Wiederherstellung der Geld- und Währungsordnung die westdeutsche Wirtschaft einen ungeahnten Aufschwung nahm, offenbarte sich das zwischen der gegebenen und der infolge einer hohen Nachfrage im Konsum- und Investitionsgütersektor erforderlichen Produktionsstruktur entstandene Mißverhältnis immer mehr. Um diese Disproportionalität zu beseitigen, bedurfte es einer umfangreichen Kapitalneubildung (Kapital im Sinne von volkswirtschaftlichem Realkapital). Es mußten deshalb Mittel und Wege gefunden werden, um die Kapitallücke zu schließen.

Aus den Ausführungen über die Sparwilligkeit und Sparfähigkeit ging hervor, daß die Möglichkeiten einer Geld-Kapitalbildung von der Seite des freiwilligen Sparens beschränkt waren.

Von der Bankseite her gesehen, ergab sich folgende Situation: Ein großer Teil der bei den Banken angesammelten Alt-Sparguthaben floß nach ihrer Freigabe in den Konsum ab. Eine Finanzierung von Investitionen aus Spargeldern durch langfristige Bankkredite war nicht oder nur in sehr bescheidenem Umfang mög-

1) Bundesgesetzblatt I vom 15.12.1952, S. 804

lich, da die Banken auf Grund ihrer geringen Einlagen zu einer langfristigen Kreditgewährung nicht in der Lage waren.

Das Wertpapiersparen kam infolge psychologischer (Währungsumstellung, Bewertungsproblem usw.) und wirtschaftlicher (Nachholbedarf, Besteuerung) Gründe nahezu zum Erliegen. Der Effektenmarkt wurde damit in seiner Funktion als bedeutendes Instrument der Geldkapitalbildung und der Investitionsfinanzierung weitgehend ausgeschaltet.

Im Gegensatz zur klassischen Theorie der Kapitalbildung behauptete Keynes, daß der Sparakt nicht notwendigerweise dem Investitionsakt vorangehen müsse. Nach seiner Theorie¹⁾ kann das Sparen erst aus dem im Zuge der Produktion entstandenen Einkommen erfolgen. Die zur Durchführung der Produktion notwendigen Investitionen können autonom mit Hilfe geschöpften Geldes vorgenommen werden. Keynes stellt deshalb nicht das Finanzierungsproblem, sondern vielmehr die "Bereitschaft zur Investition" in den Vordergrund. Bei seiner Betrachtung geht Keynes jedoch von einer unterbeschäftigten Volkswirtschaft aus, in der ungenützte Produktionsreserven in größerem Umfang bestehen.

Die westdeutsche Produktionsstruktur nach der Währungsreform war jedoch anders gelagert, als daß sich eine Realkapitalbildung über die Kreditschöpfung hätte gefahrlos durchführen lassen. Eine Kreditschöpfung in größerem Ausmaß oder ein Defizit-Spending hätte nämlich zwangsläufig zu einem inflatorischen Verlauf führen müssen, da keine ungenützten Produktionsreserven vorhanden waren, sondern vielmehr ein Mangel an realem Kapital gegeben war.

Eine überspannte Kreditausweitung hätte aber auch gleichzeitig den Erfolg der Währungsreform in Frage gestellt; denn die Geldreform verfolgte ausdrücklich den Zweck, den Geldüberhang zu beseitigen. - Trotz des Bewußtseins einer möglichen inflatorischen Entwicklung wurde bei der Investitionsfinanzierung von der Kreditschöpfung in starkem Maße Gebrauch gemacht. Die Gefährlichkeit dieses Vorgehens zeigte sich dann bald in Form von Preissteigerungen der Konsumgüter und einer zunehmenden Illiquidität der Banken. Angesichts dieser Situation sah sich die Bank deutscher Länder zeitweilig zu Kreditrestriktionen veranlaßt²⁾.

1) J. M. Keynes "The General Theory of Employment, Interest and Money", London 1936

2) Die BdL griff im November 1948 (Geschäftsbericht 1948/49, S. 6) und im September 1950 (Geschäftsbericht 1950, S. 10) zu Kreditrestriktionen.

Da weder das langfristige Kontensparen noch das Effektensparen ausreichten, den Investitionsbedarf der Industrie zu decken, und auch die kurzfristigen Bankkredite nur einen Teil der Investitionsmittel ausmachten, ergibt sich die Frage, wie es dann trotzdem möglich war, umfangreiche Investitionen vorzunehmen.

Ein Blick in die Statistiken zeigt, daß die Kapitalbildung in der Hauptsache über das erzwungene Sparen (Konsumverzicht durch hohe Preise und dadurch ermöglichte Selbstfinanzierung) und das staatliche Zwangssparen (Investitionsfinanzierung aus Steuergeldern) stattfand¹⁾.

Der hohe Anteil der Kapitalbildung über das erzwungene Sparen nach der Währungsreform läßt sich auf folgende Tatbestände zurückführen:

Der gegebene Produktionsstand reichte nicht aus, um die durch den Nachholbedarf außergewöhnlich hohe Nachfrage zu befriedigen. Es bestand eine hohe Verbrauchsneigung bei gleichzeitig geringer Sparrate. Diese geringe Sparrate genügte nicht einmal, die dringlichste Nachfrage nach Investitionsmitteln zu decken. Infolgedessen vollzog sich die zur Kapazitätsausweitung notwendige Realkapitalbildung über die Preise in Form von erhöhten Unternehmensgewinnen, die zur Selbstfinanzierung verwandt wurden und somit den Ausgleich zwischen der gegebenen und der für die Befriedigung der hohen Nachfrage erforderlichen Produktionsstruktur herstellten.

Das Bestehen eines reinen Verkäufermarktes ermöglichte den Unternehmern, hohe Preise zu fordern und die aus der hohen Investitionstätigkeit laufend sich vergrößernden Einkommen nicht nur für die Ersatzinvestitionen, sondern sogar für die Selbstfinanzierung ihrer Neuinvestitionen zu verwenden.

Die staatliche Kapitalbildung vollzog sich in der Weise, daß die infolge überhöhter Steuern erzwungenen Sparbeträge vom Staat für Investitionszwecke ver-

1) Im Jahre 1948 betrugen bei einem Sozialprodukt von 64,5 Mrd. DM die Bruttoinvestitionen 18,1 Mrd. DM (27 %); 1949 bei 71,3 Mrd. DM Sozialprodukt 19 Mrd. DM (26,5 %) und 1950 bei rd. 78,8 Mrd. DM etwa 20,5 Mrd. DM (25,9 %), - 52 % dieser Sachkapitalbildung sind durch Selbstfinanzierung, 19 % aus öffentlichen Mitteln, 9 % durch Banken und Sparkassen, 7 % durch GARIOA- und ERP-Mittel und nur 0,7 % durch Wertpapier-Emissionen erfolgt ("Industriekurier" Jg. 1950 Nr. 194, S. 2).

wendet wurden. Allein das Investitionshilfegesetz¹⁾ sah die Aufbringung von rund 1 Mrd. DM für die Finanzierung von Investitionen der Grundstoffindustrie vor²⁾. In dem Jahresbericht 1954/1955 des "Kuratoriums für die Industriekreditbank-Sondervermögen Investitionshilfe"³⁾ werden die durch die Investitionshilfe ausgelösten Investitionen auf rd. 4,75 Mrd. DM geschätzt, wobei dem § 36 (Sonderabschreibungen) und dem § 37 (Befreiung der begünstigten Industrien vom Preisstopp) rd. 2,5 Mrd. DM zugerechnet werden.

Darüber hinaus entzog die öffentliche Hand der privaten Industriefinanzierung beträchtliche Mittel durch die Aufnahme von Anleihen, die sie mit besonderen steuerlichen Begünstigungen ausstattete. Die Bedienung dieser Anleihen (Zinsen und Tilgung) sowie die Kosten der Steuerbegünstigung gingen zu Lasten des Steueraufkommens.

Das erhebliche Ansteigen des Anteils der öffentlichen Haushaltsmittel an den Anlageinvestitionen zeigt eine zusammenfassende Statistik über die Investitionsfinanzierung: "Während in den Jahren 1949 und 1950 der Prozentsatz der öffentlichen Haushaltsmittel noch unter 25 % gelegen war, stieg er bis 1952 auf 37 % an. Rechnet man die Kapitalanlagen der Sozialversicherung hinzu, so kommt man auf einen Anteil von 43,4 % am Gesamtbetrag der Investitionsfinanzierung"⁴⁾.

Da der Staat einen immer größeren Teil des Volkseinkommens in Anspruch nahm, erschwerte er die private Geldkapitalbildung.

In den ersten fünf Jahren nach der Währungsreform wurde folglich der überwiegende Teil der Investitionen im Wege der Selbstfinanzierung, aus öffentlichen

1) vgl. das Investitionshilfegesetz vom 7.1.1952 (BGBl I, 7 in der Fassung der Änderungsgesetze vom 22.8.1952 BGBl I, 585 und vom 30.3.1953 BGBl I, 107 sowie das Gesetz vom 24.6.1953 BGBl I, 413 1. JHDV vom 5.4.1952 (BGBl I, 232); 2. JHDV vom 23.8.52 (BGBl I, 587) und das Investitionshilfe-Schlußgesetz vom 24.2.55 BGBl I, S. 69/70

2) Die Verteilung nach Branchen ergibt lt. Jahresbericht 1954/55 des Kuratoriums der Investitionshilfe folgendes Bild: Eisen- und Stahlindustrie rd. 300 Mio DM, Elektrizitätswirtschaft rd. 240 Mio DM, Kohlenbergbau rd. 230 Mio DM und Gaserzeugung rd. 75 Mio DM

3) vgl. Jahresbericht 1954/55 des Kuratoriums, S. 11

4) ZfdgK Jg. 1952, Statistik S. 529/530

Mitteln sowie mit kurzfristigen Bankkrediten finanziert. Der Kapitalmarkt, insbesondere der Effektenmarkt, blieb bei der Investitionsfinanzierung nahezu völlig ausgeschaltet.

2. Die Schwierigkeiten der statistischen Ermittlung der industriellen Investitionsfinanzierung

Die rein zahlenmäßige Erfassung der industriellen Investitionen ist aus verschiedenen Gründen mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden.

Diese Schwierigkeiten beginnen bereits bei der statistischen Erhebung. Die industrielle Investitionstätigkeit verfügt im allgemeinen über weniger exakte Erhebungsgrundlagen als andere, quantitativ leichter erfaßbare Vorgänge des Wirtschaftslebens. Schwierigkeiten bieten insbesondere die mangelnden Möglichkeiten der statistischen Erfassung der Investitionstätigkeit bei den einzelnen Investoren. Ein Teil der Investitionen entzieht sich einer genauen Erfassung, da hierüber von den Industrieunternehmen keine zuverlässigen Angaben zu erhalten sind. Sehr oft wird auch eine Trennung in Brutto-, Netto- und Ersatzinvestitionen nicht vorgenommen, d. h., die Investitionen werden nicht nach der Zugehörigkeit zu einer dieser Gruppen aufgeführt, sondern lediglich unter dem komplexen Begriff "industrielle Investitionen" ausgewiesen.

Eine amtliche Investitionsstatistik - nach Investoren gegliedert - gibt es in der Bundesrepublik bis heute noch nicht¹⁾.

Die von der Bank Deutscher Länder über die Finanzierung der Anlageinvestitionen veröffentlichten Statistiken umfassen die Investitionen der gesamten Wirtschaft; sie sind nicht identisch mit den Investitionen der Industrie, sondern schließen diese ein.

Auch von der Finanzierungsseite her läßt sich keine exakte Ermittlung der industriellen Investitionen durchführen, da die Bereitstellung der langfristigen Finanzierungsmittel nicht den tatsächlichen Anlage-Investitionen entspricht. Der von der Bank Deutscher Länder unternommene Versuch einer Gegenüberstellung von längerfristigen Finanzierungsmitteln und Netto-Anlage-Investitionen einer bestimmten Periode scheiterte an der fehlenden Übereinstimmung zwischen dem Zeitraum der Mittelaufbringung und ihres Einsatzes. Da sich zu große Verzerrungen ergaben, änderte die Bank Deutscher

1) vgl. im Gegensatz dazu die Statistischen Jahrbücher der Vorkriegsjahre wie z. B. "Statistisches Jahrbuch für das deutsche Reich" Jg. 1938, S. 565/566

Länder im Laufe der Jahre ihre Berechnungsarten mehrmals, wobei sich meistens der Nachteil ergab, daß sich die neue Methode nicht rückwirkend anwenden ließ¹⁾.

Um den Umfang der industriellen Investitionen - nach Investoren und Finanzierungsquellen aufgegliedert - festzustellen, muß sich die Statistik vielfach mit Schätzungen behelfen. - Bei der Ermittlung der Investitionsfinanzierung über den Effektenmarkt kann zwar von der Annahme ausgegangen werden, daß das gesamte Mittelaufkommen aus den untergebrachten Neuemissionen investiert, d. h. für die Finanzierung von Anlageinvestitionen verwendet worden ist; vielfach dient jedoch der Erlös einer Emission ganz oder teilweise der Konsolidierung kurzfristiger Kredite, mit deren Hilfe Investitionen bereits durchgeführt worden sind (Gefahr von Doppelzählungen). Auch besteht die Möglichkeit, daß Aktien lediglich als Gegenwert für Vermögensübertragungen (z. B. bei Fusionen) ausgegeben werden. - Die genaue Bestimmung, welche Anteile auf die einzelnen Finanzierungsvorgänge entfallen, ist daher mit großen Schwierigkeiten verbunden oder sehr oft wegen des fehlenden Zahlenmaterials unmöglich.

Um dennoch einen Überblick über die durch Effekten finanzierten Investitionen der Industrie zu bekommen, werden den industriellen Effektenemissionen die Brutto-Anlage-Investitionen der Industrie gegenüber gestellt²⁾.

II. Die Quellen der Investitionsfinanzierung

Die bisherigen Untersuchungsergebnisse haben gezeigt, daß die Hauptquellen der Investitionsfinanzierung die Selbstfinanzierung, öffentliche Mittel und kurzfristige Bankkredite waren. Der Anteil des Effektenmarktes an der Aufbringung des Investitionskapitals war verschwindend gering. In Zahlen ausgedrückt ergibt sich dabei folgendes Bild: Die Netto-Anlageinvestitionen der Industrie von der Währungsreform (Mitte 1948) bis 1951 betrugen nach amtlichen Schätzungen 6 - 8 Mrd. DM³⁾. Diesem Betrag steht ein Absatz von rd.

1) Seit September 1955 führt die BdL die Ermittlung der Investitionen auf der Grundlage der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung durch.

2) vgl. S. 58 in "Die Investitionsfinanzierung der Industrie über den Effektenmarkt".

3) vgl. "Industriekurier" Jg. 1951, Nr. 162, S. 1

374 Mio DM Industrie-Effekten (Industrie-Aktien und Industrie-Obligationen) gegenüber¹⁾.

Nachdem schon im Kapitel über die Kapitalmarktpolitik auf die Gründe hingewiesen wurde, die zur Wahl nichteffektenmäßiger Finanzierungsmethoden geführt haben, sollen nunmehr deren Problematik und ihre Rückwirkungen auf den Effektenmarkt untersucht werden.

1. Die Selbstfinanzierung

a) Die Problematik und die Folgen der hohen Selbstfinanzierung

Der hohe Anteil der Selbstfinanzierung bei der industriellen Investitionsfinanzierung hat mehrere Ursachen; er kann nicht nur als Folge der falschen Steuerpolitik²⁾ betrachtet werden.

In erster Linie ergab sich die hohe Selbstfinanzierung aus einem effektiven Mangel an Kapitalmarktmitteln. Insofern war sie ein notwendiger Ersatz für das fehlende Angebot an langfristigem Geldkapital und eine wirksame "Selbst-

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL Jg. 1956, S. 57 und Statistik im Anhang über die Industrieaktien.

2) Bei einer Kritik der Steuerpolitik äußerte Schmolders: "Die Selbstfinanzierung wurde und wird ... nicht nur durch die heute mit Vorliebe dafür angeprangerten Vergünstigungen nach § 7a-7d des EStG, sondern durch das gesamte Gewinnermittlungssystem unserer Einkommen-, Gewerbe- und Körperschaftsteuer unterstützt, die jede andersartige Verwendung betrieblicher Erlöse als ihren offenen Ausweis auf dem Gewinnkonto der Steuerbilanz mit voller oder teilweiser Steuerbefreiung belohnt". (Muthesius spricht hier von einer "Verführung zur Produktion von Unkosten" und von der "Abdrängung der Investition auf betriebsfremde, durch Sondervergünstigungen geöffnete Abwege". - ZfdgK Jg. 1953, S. 701) "In den besonderen Vergünstigungen nach § 7a-7d und § 10a EStG" liegt nach Schmolders "der steuerliche Anreiz zur Selbstfinanzierung und der wichtigste Hemmungsfaktor jeder offenen und privaten Kapitalbildung". - (Günther Schmolders "Kapitalbildungsfeind Nr. 1" in ZfdgK, Jg. 1952, S. 129)

hilfe"¹⁾, indem sie den Industrieunternehmen den schnellen Aufbau ihrer Anlagen ermöglichte. Es ist unbestritten, daß die Selbstfinanzierung wesentlich zum Wiederaufstieg der westdeutschen Wirtschaft nach der Währungsreform beitrug.

Während die Selbstfinanzierung, betriebswirtschaftlich gesehen, grundsätzlich als vorteilhafte und organische Finanzierungsmethode gilt, "soweit ihr die Mittel durch angemessene stille Reserven oder auf dem Weg über offene Rücklagen zur Verfügung gestellt werden"²⁾, wird sie vom gesamtwirtschaftlichen Standpunkt aus wegen ihrer Gefahren weniger günstig beurteilt³⁾. - Gefahren können jedoch nur entstehen, wenn das Ausmaß der erweiterten⁴⁾ Selbstfinanzierung zu Störungen von Marktfunktionen wie zum Beispiel des Preis- und Zinsmechanismus führt. So wird vor allem darauf hingewiesen, daß eine starke Selbstfinanzierung hohe Preise und damit einen erzwungenen Konsumverzicht der Verbraucher zur Folge habe.

Neben dem Nachteil der hohen Preise wird gegen die Selbstfinanzierung meistens ins Feld geführt, daß sie die Gefahr von Fehlinvestitionen in sich schließe, da sie nicht in dem Maße dem Zwang strenger Rentabilitätsabwägungen unterworfen sei wie eine Finanzierung über den freien Kapitalmarkt. Die Selektions- und Lenkungsfunction des Zinses würden ausgeschaltet mit der Folge, daß die disponiblen Mittel für unwirtschaftliche oder nur dem spekulativen Expansionsdrang dienende Vorhaben verwendet und damit Kapitalfehlleitungen (Fehlinvestitionen) entstehen würden.

1) vgl. K. Hagest: "Die Selbstfinanzierung des Betriebes", Stuttgart 1952, S. 85

2) derselbe, Seite 103, a.o.a.O.

3) Im Rahmen dieser Arbeit wird nur die Selbstfinanzierung der Aktiengesellschaften erörtert. Für die nicht emissionsfähigen Unternehmen gibt es keine Alternative zwischen Selbstfinanzierung und Effektenfinanzierung, da ihnen der Zugang zum Effektenmarkt versperrt ist.

4) Abschreibungen, die dem Ersatz der vorhandenen Anlagen dienen, bedeuten keine Selbstfinanzierung. - W. Jahn führt dazu aus: "Mit Selbstfinanzierung sollte man nicht die aus eigenen Mitteln finanzierten Investitionen schlechthin, sondern nur die aus Eigenmitteln vorgenommenen Netto-Investitionen bezeichnen, weil nur für diesen Teil der gesamten Investitionen eine echte betriebswirtschaftliche Alternative zwischen Finanzierung aus eigenen und dem Betrieb neu zugeführten Mitteln besteht". ("Investitionsfinanzierung und Kapitalmarkt", Festgabe für Georg Jahn, herausgegeben von Karl Mules, Berlin, 1955.)

Dagegen läßt sich einwenden, daß Fehlinvestitionen bei dem außerordentlich hohen Investitionsbedarf aller Industrieunternehmen nur selten vorgekommen sind. Außerdem ist die ungewöhnlich hohe Selbstfinanzierung nicht zuletzt darauf zurückzuführen, daß sie infolge der Unergiebigkeit des Effektenmarktes sich als ergiebigste Quelle der industriellen Investitionsfinanzierung erwies.

Höhe und Dringlichkeit des Kapitalbedarfes rechtfertigen infolgedessen unter den gegebenen Umständen die starke Selbstfinanzierung. Allerdings darf nicht übersehen werden, daß die starke Neigung der Unternehmen zur Selbstfinanzierung den Effektenmarkt insofern schädigte, als die Gesellschaften bei ihrer Kapitalbeschaffung von der Finanzierung über Aktienemissionen oder Anleihebegebung auch in der Folgezeit nur selten Gebrauch machten. Für die Unternehmen hatte die Selbstfinanzierung den Vorteil, daß sie keinerlei Verpflichtungen nach außen begründete und daß sie im Vergleich zu der hochbesteuerten Aktie die billigere Finanzierungsform war.

In diesem Zusammenhang sei auch auf die Ausführungen des Kapitels über die Dividendenpolitik¹⁾ hingewiesen, in dem dargelegt wird, wie die hohe Selbstfinanzierungsquote geringe Dividendenausschüttungen bedingte und dadurch die Aktie zu einem wenig begehrten Anlagepapier machte.

Gerade in der Frage der Selbstfinanzierung werden die Wechselwirkungen zwischen Ursache und Wirkung der Funktionsunfähigkeit des Effektenmarktes deutlich: Denn die Selbstfinanzierung ist nicht nur eine Folgewirkung der Funktionsunfähigkeit des Effektenmarktes, sondern sie verursachte wiederum durch ihr hohes Ausmaß die Wiederherstellung seiner Funktionsfähigkeit.

b) Der Rückgang der Selbstfinanzierung

Nach dem Wegfall der steuerlichen Begünstigung der Selbstfinanzierung²⁾, wodurch die Abschreibungsmöglichkeiten³⁾ der industriellen Unternehmen fühlbar

1) vgl. Teil II, Kapitel B, IV, 2, d: "Exkurs über die Dividendenpolitik".

2) Einkommen- und Körperschaftsteueränderungsgesetz vom 27. Juni 1951.

3) Die steuerliche Begünstigung der Selbstfinanzierung erfolgte im Rahmen der §§ 7a, 10a, 32a EStG und § 36 Investitionshilfegesetz. Sie wurde vom Gesetzgeber als Maßnahme zur Förderung des Wiederaufbaus getroffen, um der Wirtschaft die Finanzierung ihrer Investitionen zu erleichtern bzw. sie wegen des Fehlens eines funktionsfähigen Kapitalmarktes überhaupt erst zu ermöglichen.

eingeschränkt wurden, sowie durch den zunehmenden Wettbewerb am Markt infolge des vergrößerten Warenangebots bei teilweise gestiegenen Kosten, verringerte sich die Selbstfinanzierungskraft vieler Unternehmen. Diese Tendenzen waren ab 1952 festzustellen. Zu der nachlassenden Selbstfinanzierungskraft kam noch das Auslaufen der ERP-Gegenwertmittel, das besonders die auf diese Mittel angewiesenen Industriezweige der Eisen schaffenden Industrie und den Bergbau traf.

Um den ständig steigenden Kapitalbedarf zur Durchführung der notwendigen Erneuerungs- und Erweiterungsinvestitionen decken zu können, mußten die Unternehmen neue Finanzierungsquellen ausfindig machen.

Die Bemühungen der Industrieunternehmen galten daher der Wiederbelebung des Effektenmarktes, d. h. der Wiederherstellung seiner Aufnahmefähigkeit. Obwohl die Zufuhr von Eigenkapital und langfristigem Fremdkapital von entscheidender Bedeutung für die weitere Expansion und die finanzielle Stabilität der Industrie war, brachte die Steuerpolitik keine wesentliche Entlastung der Aktienfinanzierung. Erst mit dem Inkrafttreten der Großen Steuerreform besserte sich die Lage am Aktienmarkt.

Nachdem die Aktiengesellschaften Jahre hindurch ihre Investitionsmittel über die Selbstfinanzierung beschafften bzw. beschaffen mußten, erlaubte ihnen nunmehr die zunehmende Aufnahmefähigkeit der Wertpapiersparer eine verstärkte Effektenfinanzierung. Die schrittweise Umschaltung von der Selbstfinanzierung auf die Effektenfinanzierung bot gleichzeitig die Möglichkeit, durch Preisermäßigungen das Realeinkommen und damit die Sparfähigkeit der privaten Einkommensbezieher zu stärken¹⁾.

Durch die steuerliche Anerkennung der degressiven Abschreibung und die günstige Marktsituation ergaben sich für die Unternehmen neue Wege zur Selbstfinanzierung. Die Folge davon war, daß die Selbstfinanzierungsquote wieder

1) Die BdL führt hierzu in ihrem Geschäftsbericht 1953, S. 13, aus:

"Je mehr nämlich gespart wird, um so weniger ist die Wirtschaft zur Selbstfinanzierung in der Lage, weil die Preise dann nicht durch die Konsumausgaben in die Höhe getrieben werden, sondern mehr und mehr zum Kostenniveau tendieren und infolgedessen keine Übergewinne mehr entstehen".

anstieg¹⁾. In Relation zum gesamten langfristigen Mittelaufkommen verminderte sie sich jedoch, da infolge des starken Aufschwungs der Effektenfinanzierung ihr Anteil an der industriellen Investitionsfinanzierung zurückging. Trotz dieser rückläufigen Tendenz blieb der Umfang der Selbstfinanzierung weiterhin außergewöhnlich hoch.

2. Die kurzfristigen Bankkredite

a) Investitionsfinanzierung mit kurzfristigen Krediten

aa) Das System der Vorfinanzierung

Unter Vorfinanzierung versteht man in der Regel die Finanzierung langfristiger Anlagen mit kurzfristigen Mitteln (des Geldmarktes), die später durch Eigenkapital oder durch langfristiges Fremdkapital abgelöst bzw. ersetzt werden sollen. Im allgemeinen erfolgt diese Umwandlung der vorläufigen in eine endgültige oder zumindest langfristige Finanzierung durch die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes bzw. des Effektenmarktes. Für die Finanzierung industrieller Investitionen kommen dafür speziell der Aktien- und Obligationenmarkt in Betracht.

Die Vorfinanzierung ist nicht etwa eine neue Finanzierungsmethode. Sie wird schon seit Jahrzehnten angewendet. Es gibt eine ganze Reihe von Fällen, in denen sich die Gesellschaften bei der Durchführung ihrer Investitionsvorhaben zunächst der Vorfinanzierung mit kurzfristigen Krediten bedienen²⁾, um dann zum geeigneten Zeitpunkt die kurzfristigen Mittel durch eine Kapitalerhöhung oder Anleiheauflegung abzulösen.

1) Die Selbstfinanzierung aus nicht entnommenen Gewinnen wird 1954 mit rd. 10 Mrd. DM und für 1955 mit 12,2 Mrd. DM angegeben, wovon 1955 rd. 10 Mrd. DM auf die Unternehmen im engeren Sinne (ohne Wohnungsbau) entfallen. - vgl. Geschäftsbericht der Bdl 1955, S. 57

2) z.B.: Die Situation am Effektenmarkt läßt zu dem Zeitpunkt, in dem die Investitionsmittel gebraucht werden, eine Aktien- oder Anleiheemission wegen starker Beanspruchung des Marktes nicht zu. Ein anderer Grund ist der Vorteil, daß die Gesellschaft im Falle einer Vorfinanzierung bei dringenden Investitionsvorhaben nicht zu warten braucht bis die Effekten voll untergebracht worden sind.

Der Unterschied in der Vorfinanzierung nach der Währungsreform und derjenigen vor dem Krieg lag nicht in der Art, sondern vielmehr in dem außergewöhnlich hohen Ausmaß der gewährten kurzfristigen Kredite zu den vorhandenen Konsolidierungsmöglichkeiten.

bb) Die Vorfinanzierung nach der Währungsreform

Infolge des großen Geldkapitalmangels und der Funktionsunfähigkeit des Kapitalmarktes nach der Währungsreform mußten die Industrieunternehmen zur Finanzierung ihrer Investitionen neben der Selbstfinanzierung auch auf kurzfristige Mittel zurückgreifen. Der starke Expansionszwang der Wirtschaft - ausgelöst durch den Wiederaufbau und durch Kapazitätserweiterungen - zwang sie, in immer größer werdendem Umfang kurzfristige Bankkredite in Anspruch zu nehmen.

Obwohl die günstig erscheinenden Absatz- und Gewinnchancen die Möglichkeit versprachen, aus den Erträgen der laufenden Produktion die Kreditverpflichtungen relativ schnell wieder ablösen zu können, lag den Unternehmen weniger an einer baldigen Rückzahlung ihrer Kreditverbindlichkeiten, - zumal die Kreditkosten infolge der hohen Erträge wenig ins Gewicht fielen -, als vielmehr an einer Reinvestition der erwirtschafteten Erträge. Dieses Verhalten der Investoren, die kurzfristigen Vorfinanzierungskredite weitgehend zu echten Investitionskrediten werden zu lassen, hatte zur Folge, daß die am Effektenmarkt vorhandenen Konsolidierungsmöglichkeiten bei weitem überschritten wurden.

b) Mangelnde Konsolidierungsmöglichkeit

Es wäre indessen falsch, anzunehmen, daß diese Situation allein durch die Verhaltensweise der Investoren entstanden ist. Die Investoren handelten aus einer Zwangslage heraus: Sie mußten investieren, wenn sie durch den ständig zunehmenden Wettbewerb nicht am Markt ausgeschaltet werden wollten.

aa) Die Unergiebigkeit des Effektenmarktes

Die Schuld an dem Mißverhältnis zwischen der Höhe der kurzfristigen Kredite und ihren Konsolidierungsmöglichkeiten lag weit mehr an der Unergiebigkeit des Effektenmarktes. Während alle übrigen Sektoren der Wirtschaft expandierten, waren am Aktien- und Obligationenmarkt nur unwesentliche Fortschritte zu verzeichnen. Die kurzfristigen Vorfinanzierungskredite, die im Normalfall

nur der zeitlichen Überbrückung dienen, mußten deshalb wegen des großen Mangels an langfristigen Kapitalmarktmitteln zur Schließung der Finanzierungslücke dienen. Derjenige Teil der Vorfinanzierungskredite, für den keine Konsolidierungsmöglichkeit bestand, war deshalb zwangsläufig zum Einfrieren verurteilt.

bb) Die Verhaltensweise der Kreditbanken

Die Grundsätze der Bankenliquidität erfordern in einer derartigen Situation scharfe Kreditrestriktionen. Während jedoch früher die Kreditbanken die Vorfinanzierung von Investitionen nur unter der Voraussetzung einer später möglichen Konsolidierung übernahmen, wichen sie nach der Währungsreform in vielen Fällen von diesem Grundsatz ab.

Unter dem Eindruck der außerordentlich günstigen Wirtschaftsentwicklung gingen die Geschäftsbanken in ihren Kreditgewährungen weit über das übliche Maß hinaus. Nach Angaben der BdL erhöhten sich die kurzfristigen Bankkredite im Jahr 1950 um 4,7 Mrd. DM (= 43 % "wobei es sich in der Hauptsache um Kreditanforderungen der Wirtschaft handelte"¹⁾) und im Jahre 1951 um weitere 2,067 Mrd. DM (= 15 %²⁾. Ende 1951 hatten diese kurzfristigen Kredite der Geschäftsbanken an Wirtschaftsunternehmen und Private einen Gesamtbetrag von 15,3 Mrd. DM erreicht³⁾.

Im Jahre 1952 setzte sich die Ausweitung der kurzfristigen Kredite fort⁴⁾. Auch in den folgenden Jahren ist eine weitere Zunahme festzustellen⁵⁾.

1) Geschäftsbericht der BdL 1950, S. 18

2) Geschäftsbericht der BdL 1951, S. 20

3) ebenda

4) Geschäftsbericht der BdL 1952, S. 28

5) Aus einer Übersicht über die Veränderungen der Proportionen im Kapitalbereich bei 150 untersuchten Gesellschaften geht hervor, daß der Anteil des kurzfristigen Kapitals in den Jahren 1948/49 bis 1954 bei allen aufgeführten Industriegruppen gestiegen ist; im Durchschnitt der 150 Gesellschaften um 37,2 %. - vgl. "Die Investitionspolitik der westdeutschen Industrie von 1948 - 1954" - Bericht über Ergebnisse einer Untersuchung von Prof. Dr. H. Seischab in der Zeitschrift für Betriebswirtschaft Jg. 1956, Nr. 2, S. 85

Es war den Banken bekannt, daß viele der kurzfristigen Kredite nicht zur Umsatzfinanzierung, sondern für Investitionen verwendet wurden¹⁾. Wenn auch angenommen werden darf, daß diese kurzfristigen Kredite von seiten der Banken nur als normale Vorfinanzierungen gedacht waren, so mußten sie doch erkennen, daß sich infolge der Funktionsunfähigkeit des Effektenmarktes eine Konsolidierung in dem Umfang der gewährten Kredite nicht durchführen ließ.

Erstaunlich war, daß sich die Banken trotzdem zu einer umfangreichen Kreditfinanzierung bereit fanden; denn die Grundsätze einer vorsichtigen Geschäftspolitik erlauben keine Verhaltensweise, die die Gefahr ernster Liquiditätsschwierigkeiten in sich schließt. Die elastische Kreditpolitik der Banken ermöglichte jedoch, die stark expandierende Industrie mit den erforderlichen Finanzierungsmitteln zu versorgen.

cc) Die Gefahren einer ungenügenden Konsolidierung

cca) für den Bankenapparat

Bei der Beurteilung dieser großzügigen Kreditversorgung darf jedoch nicht außer acht gelassen werden, daß die Verwendung kurzfristiger Mittel für langfristige Anlagen bei fehlender oder mangelnder Konsolidierungsmöglichkeit für Banken und Investoren mit einem großen Liquiditätsrisiko verbunden ist.

Die angespannte Liquiditätslage vieler Industrieunternehmen erlaubte ihnen keine fristgerechte Rückzahlung der langfristig angelegten kurzfristigen Bankkredite. Die "eingefrorenen" Kredite nahmen nach Berichten der BdL zeitweilig einen Umfang an, der die finanzielle Stabilität der Banken und der Wirtschaftsunternehmen ernstlich bedrohte. Zwar wurde die Gefahr von Liquiditätsschwierigkeiten für die Banken durch den starken Zufluß von Spar- und Termineinlagen gemindert, doch barg diese Art der Konsolidierung über Bankeinlagen die latente Gefahr einer Illiquidität des Bankenapparates in sich, da sich die Geldkapitalbildung fast ausschließlich auf (Klein)Sparkonten vollzog. Während nämlich bei einer Anlage von Geld in Form des Kontensparens durch die jederzeitige Abhebungsmöglichkeit der Einlage die Gefahr von starken Liquiditätsschwankungen besteht, tritt diese Gefahr bei einer Anlage in Effekten nicht auf, weil hier das Geldkapital in eine endgültige Anlageform überführt wird. Der Effektensparer kann seine Anlage nur dann liquidisieren, wenn ein anderer

1) Etwa 30 % der Bankdebitoren wurden als formal kurzfristig, in Wahrheit aber als langfristig gewordene Investitionskredite angegeben. - vgl. "Der Volkswirt" Jg. 1954, Beilage zu Nr. 52, S. 57

an seine Stelle tritt. Der Besitzwechsel der Effekten berührt die Anlage selbst nicht.

Der endgültige Charakter der Effektenfinanzierung vermindert somit die tendenzielle Anfälligkeit des Banksystems gegen größere Liquiditätsschwankungen der Wirtschaft.

ccb) für die Industrieunternehmen

Das Einfrieren der kurzfristigen Kredite bei den Industrieunternehmen wurde infolge der günstigen Wirtschaftsentwicklung nicht immer als bedenklich angesehen.

Angesichts der stetig steigenden Unternehmungserträge trat die Krisenanfälligkeit der Gesellschaften in den Hintergrund der betrieblichen Finanzierungsprobleme. Daß das Liquiditätsproblem bei der Mehrzahl der Unternehmen nicht zu einer ernsten Gefahr für die finanzielle Stabilität der Unternehmen wurde, ist deshalb vor allem dem außerordentlich günstigen Konjunkturaufschwung zuzuschreiben.

Soll eine finanzielle Sicherheit der Unternehmen, vor allem für den Fall eines Konjunkturrückgangs, angestrebt werden, so muß die "vorläufige" Art der Finanzierung mit Hilfe von Effektenemissionen durch eine definitive Finanzierung abgelöst werden.

Da die Höhe der konsolidierungsbedürftigen Kredite in die Milliarden ging, war es nach Jahren der Unergiebigkeit des Effektenmarktes dringend notwendig geworden, die nachteilige Behandlung der Industriefinanzierung aufzugeben, um die Krisenanfälligkeit der Unternehmen zu beseitigen. Die finanzielle Fundierung der Unternehmen war jedoch nur auf dem Wege über die Effektenemission zu erreichen.

Zwar fand im Laufe der Jahre der Effektenmarkt größeren Zuspruch, doch richtete sich das Interesse der Anleger hauptsächlich auf die steuerbegünstigten Werte, während Aktien und Industrie-Obligationen nur schlecht unterzubringen waren.

Aus diesem Grunde mußten die Gesellschaften in die Lage versetzt werden, wieder ein vertretbares Verhältnis zwischen lang- und kurzfristigen Mitteln¹⁾

1) Mellerowicz: "Es entspricht den Gesetzen betrieblicher Zusammenhänge, daß das fixe Kapital nur durch Eigenkapital, im Ausnahmefall auch durch langfristiges Fremdkapital finanziert werden kann, weil sonst das Problem

sowie eine gesunde Relation zwischen Eigen- und Fremdkapital unter Beachtung der in der Praxis bewährten Finanzierungsregeln¹⁾ herzustellen, um damit die in den Jahren nach der Währungsreform entstandene Fehlentwicklung in ihrem Kapitalaufbau endgültig zu beseitigen.

3. Die Finanzierung aus Rückstellungen

a) Die Rückstellungen als zusätzliche Finanzierungsquelle

Der Mangel an Eigenkapital und langfristigem Fremdkapital zwang die Industrieunternehmen neben der vermehrten Inanspruchnahme von kurzfristigen Krediten zur Erschließung neuer Finanzierungsquellen. Diese Notwendigkeit ergab sich vor allem nach dem Wegfall der steuerlichen Begünstigung der Selbstfinanzierung gem. den §§ 7a, e, 10a und 32a EStG im Jahre 1951,²⁾ als die Investitionsmittel für die Finanzierung des immer größer werdenden Umfangs an laufenden Ersatzbeschaffungen, Erweiterungs- und Rationalisierungsinvestitionen nicht mehr ausreichten.

In dieser Situation gingen immer mehr Industrieunternehmen zu einer Finanzierung aus Rückstellungsbeträgen über. Bilanzvergleiche zeigen bei dem Großteil der Gesellschaften ein stetiges, jedoch unterschiedlich starkes³⁾ Anwachsen der Rückstellungen.

der betrieblichen Liquidität nicht gelöst werden kann". Vgl. "Funktionsstörungen in der Wirtschaft durch die Verdrängung des Eigenkapitals" in "Schriftenreihe des Instituts für Wirtschaftsprüfer", Band 7, S. 133

- 1) Der Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital beträgt bei Industrieunternehmen zwischen 40 und 70 v.H. - vgl. W. Kalveram: "Die Finanzierung der Unternehmung" in "Die Handelshochschule", Wiesbaden 1953, S. 11
- 2) Das Gesetz zur Änderung und Vereinfachung des Einkommensteuergesetzes und des Körperschaftsteuergesetzes vom 27.6.1951 (BStBl. 1951 I, S. 223) beschränkte die Bewertungsfreiheit für bewegliche Wirtschaftsgüter (§§ 7a und 7 e EStG) auf politisch und religiös Verfolgte sowie auf Vertriebene und Flüchtlinge. Ferner entfielen die Begünstigungen für den nicht entnommenen Gewinn (§§ 10a und 32a EStG).
- 3) Bei der Textilindustrie z.B. betragen die Rückstellungen im Jahr 1951 bis zu 50 % des Aktienkapitals, in anderen Branchen nur 20-25 % des Aktienkapitals. Vgl. "Der Volkswirt" Nr. 32, S. 17, Jg. 1952, "Zu wenig Eigenkapital".

Nach Bilanzuntersuchungen des Statistischen Bundesamtes¹⁾ von 1000 Aktiengesellschaften haben sich die Rückstellungen von Ende 1949 bis Ende 1951 verdoppelt und besitzen einen Anteil von 11,7 % an der Bilanzsumme.

In den folgenden Jahren stieg der Umfang der Rückstellungen immer mehr²⁾, obwohl aus rein betriebspolitischen Gründen kein Anlaß zu solchen hohen Ansätzen gegeben war. In Wirklichkeit verbargen sich unter diesen ungewöhnlich hohen Rückstellungen Beträge, die den Unternehmen als langfristige Finanzierungsmittel dienten. Hier sind vor allem die Pensionsrückstellungen³⁾ zu nennen, die steuerfrei angesammelt werden können und den Unternehmen günstige Finanzierungsmöglichkeiten eröffnen.

Diese durch die Steuergesetzgebung ermöglichte Finanzierungsart bot den Unternehmen den Vorteil der Steuerersparnis und zugleich einer billigen Kapitalbeschaffung⁴⁾.

b) Die Problematik der Investitionsfinanzierung aus Rückstellungen

Betriebswirtschaftlich gesehen entsteht bei der Finanzierung von Investitionen durch überhöhte Rückstellungen die Frage, welcher Teil dieser Posten als Eigenkapital bzw. als langfristiges Fremdkapital gelten kann. Die Annahme, daß ein beachtlicher Teil der in der Bilanz als Fremdkapital ausgewiesenen Rückstellungen bedingtes Eigenkapital darstellte, scheint berechtigt. Allerdings erweist es sich als unmöglich, hierüber zahlenmäßige Angaben zu machen.

1) vgl. "Die Bilanzen der Aktiengesellschaften in den Jahren 1950 und 1951" in "Wirtschaft und Statistik" Jg. 1953, Heft 11, S. 497

2) 1953 betrug der Anteil 12,5 %, 1954 = 14,1 % und 1955 = 14,8 % der Bilanzsumme (vgl. Tabelle 5 im Anhang)

3) Ende 1953 betrugen die Pensionsrückstellungen bei 1823 Aktiengesellschaften 5,9 Mrd. DM (vgl. "Die Bilanzen und Erfolgsrechnungen der Aktiengesellschaften für das Geschäftsjahr 1953" in "Wirtschaft und Statistik" Jg. 1955, Heft 4, Seite 204)

4) In einer Diskussion um die "Begrenzung der Selbstfinanzierungsquote" wird deshalb von Dr. Hr. Rasch die Forderung gestellt, "die Zuführung neuer Beträge zu Pensionsrückstellungen mit steuerlicher Wirkung nur dann zuzulassen, wenn das Unternehmen den Gegenwert in Kapitalmarktmitteln anlegt und nicht zur Selbstfinanzierung von Investitionen verwendet". vgl. "Die strittige Selbstfinanzierung" in "Die Welt" Jg. 1957, Nr. 36, S. 9

Für die Unternehmen ergibt sich die Schwierigkeit, die von Fall zu Fall verschiedene Art der Rückstellungen zu bestimmen und die Dauer zu ermitteln, während der diese Mittel den Unternehmen zur Verfügung stehen. Denn Rückstellungsbeträge können nur dann für die Finanzierung von Investitionen verwandt werden, wenn mit ihrer Fälligkeit über eine längere Zeit hinweg nicht zu rechnen ist.

Grundsätzlich läßt sich sagen, daß Rückstellungen keinen vollwertigen Ersatz für Eigenkapital darstellen. Auch können sie nur bedingt als langfristige Mittel angesehen werden.

Aus diesem Grunde kann der von vielen Unternehmen beschrittene Weg der Finanzierung ihrer Investitionen durch Rückstellungen nicht als befriedigende Finanzierungsmethode gelten.

Auf die Dauer gesehen läßt sich eine gesunde, den Finanzierungsregeln entsprechende Investitionsfinanzierung nur über die Aufnahme von neuem Eigenkapital (Aktienemission) oder langfristigem Fremdkapital (Obligationenbegebung) erreichen.

4. Die Effektenfinanzierung

a) Die Tendenz zum längerfristigen Sparen

Mit dem wirtschaftlichen Aufschwung, verbunden mit einem höheren Volkseinkommen und einer Rückkehr des Vertrauens in die Stabilität der Währung, wuchsen Sparkraft und Sparwille der Bevölkerung.

Die steigende Spartätigkeit fand ihren Niederschlag in höheren Einlagen auf Sparkonten sowie im Sachwert- (Bausparen) und Versicherungssparen.

Gleichzeitig holte das "individuelle Sparen gegenüber dem Unternehmungs-sparen und dem Zwangssparen über die öffentlichen Haushalte kräftig auf"¹⁾. Im Zuge dieser steigenden Spartätigkeit war auch eine deutliche Tendenz zum längerfristigen Sparen festzustellen.

Das Effektensparen blieb jedoch zunächst aus den bekannten Gründen²⁾ hinter den anderen Sparformen zurück. Zwar führten die steuerlichen Begünstigungen

1) Geschäftsbericht der BdL 1952, Seite 7

2) vgl. das Kapitel A, II, 2 im Teil I; "Die Unpopularität des Effektensparens".

des Kapitalmarktförderungsgesetzes zu einer verstärkten Anlage von Spargeldern in Effekten, doch kamen die dadurch aufgebrauchten Mittel fast ausschließlich der öffentlichen Hand zugute, während die Industrie-Papiere nur wenig Anklang fanden.

b) Die Rückkehr zur Effektenfinanzierung

Die Emissions- und Absatzergebnisse der Aktien und Industrie-Obligationen zeigen, daß bis zum Jahre 1954 der Effektenmarkt als Quelle der Industriefinanzierung nur eine unbedeutende Rolle spielte.

Bis Ende des Jahres 1953 belief sich der Absatz an Industrie-Aktien lediglich auf 474, 9 Mio DM und an Industrie-Obligationen auf 747, 1 Mio DM, zusammen also 1. 222, 0 Mio DM¹⁾. Bei den Aktienemissionen handelte es sich zudem nicht einmal um die Zuführung neuen Geldkapitals in dieser Höhe, da ein Teil dieser Beträge aus Umgründungen und Sachwerteinbringung sowie Umwandlungen von Darlehensforderungen stammte. Aus diesen Gründen konnte nur ein verschwindend geringer Anteil der für die Netto-Anlageinvestitionen erforderlichen Finanzierungsmittel durch Effekten aufgebracht werden.

Erst ab 1954 nahm die Effektenfinanzierung der Industrie einen sichtbaren Aufschwung. Nach dem Auslaufen des die Industrieemissionen benachteiligenden Kapitalmarktförderungsgesetzes machten die Industrieunternehmen in zunehmendem Maße Gebrauch von der Effektenfinanzierung²⁾.

Da die Industriewerte unter den neuen Bedingungen mit den Effekten der öffentlichen Hand in Konkurrenz treten konnten, fanden sie zunehmende Aufnahmebereitschaft der Effektsparer.

1) Geschäftsbericht der BdL, Jg. 1956, S. 57. Vgl.

'Statistik über den Absatz von Wertpapieren seit der Währungsreform.' - Aktienabsatz vgl. Stat. im Anhang.

2) vgl. hierzu die Ausführungen über den Aktien- und Obligationenmarkt im Teil II: B, IV und C, IV

Die zahlenmäßige Entwicklung zeigt folgenden Verlauf:

1)

Anteil der Industrie-Effekten am gesamten Effektenabsatz

Jahr	Gesamtabsatz	Industrie-Effekten	Aktien (Industrie)	Obligationen (Industrie)
1948	19,1	10,0	-	10,0
1949	811,4	111,1	15,4	95,7
1950	727,7	91,5	38,3	53,2
1951	912,1	161,2	99,5	61,7
1952	1.817,0	299,2	168,9	130,3
1953	3.170,6	549,0	152,8	396,2
1954	5.144,0	1.048,1	256,6	791,5
1955	5.235,5	1.629,8	1.197,8	432,0
1956	3.933,3	1.932,7	1.436,9	495,8
	21.770,7	5.832,6	3.366,2	2.466,4

Gleichlaufend stieg der Anteil der Effekten an der Investitionsfinanzierung der Industrie. Dabei ergibt sich folgendes Zahlenbild:

2)

Investitionsfinanzierung der Industrie über den Effektenmarkt

Jahr	Brutto-Anlage-investitionen 3)	Industrielle Effekt, Finanzie-rung insgesamt	a) Aktien	b) Obligationen
1948	1.770.-	10,0	-	10,0
1949	3.910.-	111,1	15,4	95,7
1950	4.710.-	91,5	38,3	53,2
1951	6.300.-	161,2	99,5	61,7
1952	7.180.-	299,2	168,9	130,3
1953	7.970.-	549,0	152,8	396,2
1954	9.270.-	1.048,1	256,6	791,5
1955	11.630.-	1.629,8	1.197,8	432,0
1956	12.670.-	1.932,7	1.436,9	495,8
1948-56:	65.410.-	5.832,6	3.366,2	2.466,4

1) vgl. Statistik im Anhang und die im Teil II Abschnitt C "Die Obligationenfinanzierung" angegebenen Absatzzahlen.

2) Quelle: "Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung", Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin, Jg. 1957, Heft 1, S. 51

3) Schätzungen des DIW in Mio DM zu jeweiligen Preisen.

Aus den Zusammenstellungen ist ersichtlich, daß von der Währungsreform bis Ende 1953 die Effekten im Durchschnitt nur mit rd. 4 % an der Finanzierung der industriellen Brutto-Investitionen beteiligt sind. Ab 1954 ist ein wesentliches absolutes und relatives Ansteigen der Effektenfinanzierung festzustellen. In den Jahren 1954-1956 beträgt der durchschnittliche Anteil der Effekten an der industriellen Investitionsfinanzierung rund 14 %¹⁾.

Von dem Gesamtaufkommen der Jahre 1948-1956 in Höhe von rd. 6 Mrd. DM entfallen nach Angaben der Bank deutscher Länder rd. 2 Mrd. DM auf die verarbeitende Industrie und 4 Mrd. DM auf den Bergbau, die Grundstoff- und Produktionsgüterindustrie, die Energiewirtschaft und die Versorgungsbetriebe (einschl. 1 Mrd. DM Investitionshilfe)²⁾.

Nach den Jahren der Unergiebigkeit des Effektenmarktes bahnte sich somit 1954 die Wiedergewinnung seiner Funktionsfähigkeit an³⁾. Damit war nicht nur die Möglichkeit gegeben, die dringend notwendige Konsolidierung der für die Investitionsfinanzierung verwandten kurz- und mittelfristigen Kredite einzuleiten, sondern auch das Eigenkapital wieder in eine gesunde Relation zum Fremdkapital zu bringen und damit durch die Verbesserung der Eigenkapitalstruktur die Voraussetzung für eine finanzielle Stabilität der Unternehmen zu schaffen.

III. Die Auswirkungen der Investitionsfinanzierung auf die Kapitalstruktur der Industrieunternehmen

Die stetig steigenden Produktions-, Absatz- und Investitionszahlen, in denen der ungewöhnlich rasche und steile Wiederaufstieg der westdeutschen Industrie

-
- 1) Vom Bundesverband der Deutschen Industrie werden die Investitionen der Industrie von 1949 bis 1956 mit 67,2 Mrd. DM = 28 % der gesamten Investitionen angegeben. Die Energiewirtschaft ist an den Gesamtinvestitionen mit 19,2 Mrd. DM = 8 % beteiligt. (Jahresbericht des Bundesverbandes der Deutschen Industrie 1956/57, S. 21)
 - 2) "Die rege Investitionstätigkeit", in "Deutsche Zeitung und Wirtschaftszeitung" vom 11.5.1957, S. 3
 - 3) Der Anteil der durch die Emission von Wertpapieren hereingekommenen Mittel an dem gesamten Kreditvolumen der westdeutschen Unternehmen stieg in den Jahren 1951-1955 von 4 % auf 12 %. "Der Volkswirt", Jg. 1956, Nr. 43, S. 9

nach der Währungsreform zum Ausdruck kommt, verleiten den oberflächlichen Betrachter zu der naheliegenden Annahme, daß es für die am konjunkturellen Aufschwung teilhabenden Industrieunternehmen außer gelegentlichen Schwierigkeiten in der Kapitalbeschaffung keine nennenswerten Finanzierungsprobleme gäbe. Oft werden daher die Probleme der Kapitalstruktur¹⁾ und die damit zusammenhängenden anderen Finanzierungsprobleme wie das Liquiditätsproblem und die Beachtung der Finanzierungsregeln nicht genügend berücksichtigt. Aus diesem Grunde, aber auch aus der Erkenntnis heraus, wie wichtig die Behandlung dieser Fragen für das Erfassen der finanziellen Zusammenhänge - speziell der Verflechtung von Industriefinanzierung und Effektenmarkt - ist, werden im folgenden die wesentlichen Probleme der Kapitalstruktur der Aktiengesellschaften untersucht.

Als Grundlage zur Beurteilung der Kapitalstruktur der Industrieunternehmen dienen die Bilanzen und Geschäftsberichte. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, daß der Aussagewert der Bilanzen relativ gering ist, da die Bilanzpolitik der Unternehmen in der Regel darauf abzielt, durch Zusammenfassung und Saldierung von Bilanzpositionen möglichst wenig Einblick in die finanziellen Verhältnisse zu gewähren.

Die Bilanzstatistik kann nur das sichtbare Eigenkapital (Grundkapital und offene Rücklagen und Gewinnvortrag) feststellen, während die stillen Reserven zahlenmäßig nicht erfaßt, sondern nur geschätzt werden können. Schwierigkeiten in der statistischen Erfassung der Kapitalstruktur treten auch dadurch auf, daß die von den Gesellschaften veröffentlichten Abschlüsse nicht einheitlich aufgebaut und deshalb für die Bilanzstatistik schwer zu verarbeiten sind. Ferner besteht die Gefahr von Doppelzählungen bei Konzernbilanzen. Bilanzvergleiche, die sich über mehrere Jahre erstrecken, haben den Nachteil, daß infolge der oft verzögerten Abschlüsse die Zahl der erfaßten Gesellschaften schwankt. Alle diese Gesichtspunkte sind deshalb bei der Beurteilung der Kapitalstruktur der Gesellschaften zu berücksichtigen.

Die folgenden Untersuchungen zeigen die Auswirkungen der nach der Währungsreform angewandten Finanzierungsmethoden auf die Kapitalstruktur der Industrieunternehmen, wobei die aus der Praxis heraus entwickelten Finanzierungsregeln als Ansatz für die Beurteilung dienen.

1) "Die Kapitalstruktur der Unternehmen bedeutet die Gliederung der Passiva ihrer Bilanz, d. h. die Relation, in der die einzelnen Teile der Passivseite zu ihrem Gesamtbetrag sowie zur Vermögensseite und zu deren Teilen stehen". - vgl. "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, S. 237

1. Der Anteil des Fremdkapitals an der Bilanzsumme

In einzelnen Bilanzanalysen, die vor allem vom Statistischen Bundesamt in Form von Repräsentativuntersuchungen durchgeführt wurden, kommt deutlich zum Ausdruck, daß die meisten Industrieunternehmen in ihrer Kapitalstruktur nicht genügend fundiert sind. Immer wieder wird darauf hingewiesen, daß die Industriegesellschaften infolge der beschränkten Möglichkeit, am Effektenmarkt Eigen- bzw. Beteiligungskapital aufzunehmen, bei der Finanzierung ihrer Investitionsvorhaben zu einer ständig vermehrten Inanspruchnahme von Fremdkapital gezwungen wurden.

Der Anteil des Netto-Fremdkapitals an der Bilanzsumme von 1998 Industriegesellschaften, der zum Zeitpunkt der Währungsreform (21. 6. 1948) 17, 5 % betrug, stieg bis Ende 1949 auf 36, 7 %. Diese Steigerung ist vor allem auf die starke Zunahme der kurzfristigen Verbindlichkeiten (von 7, 2 % auf 23, 7 %) zurückzuführen, während sich die langfristigen (von 4, 6 % auf 5, 1 %) nur unwesentlich erhöhten¹⁾.

In den Jahren 1949 bis 1951 fand eine weitere beträchtliche Ausweitung des Fremdkapitals, jedoch in unterschiedlichem Maße bei den einzelnen Unternehmen, statt. Aus einer Bilanzuntersuchung von 1000 Aktiengesellschaften geht hervor, daß sich das Fremdkapital von Ende 1949 bis Ende 1951 fast verdoppelt hat²⁾.

Auch in den folgenden Jahren zeigt die Bilanzstatistik weitere Erhöhungen des Fremdkapitalanteils. Bei 1823 untersuchten Industriegesellschaften nahm 1953 der Gesamtbetrag aller fremden Mittel um 3, 23 Mrd. DM zu³⁾.

Nach Ermittlungen des Bankvereins Westdeutschland⁴⁾ betrugen die gesamten Verbindlichkeiten von 466 Industriegesellschaften im Jahr 1953 93 %, nach Abzug von 1, 65 Mrd. DM erhaltenen Anzahlungen 73 % (gegenüber 1937 von 60 %) der eigenen Mittel.

1) vgl. "Die Jahresabschlüsse 1948/49 der Aktiengesellschaften" in "Wirtschaft und Statistik" Jg. 1952, Heft 11, S. 463

2) vgl. "Die Bilanzen der Aktiengesellschaften in den Jahren 1950 und 1951" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1953, Heft 11, S. 497

3) vgl. "Die Bilanzen und Erfolgsrechnungen der Aktiengesellschaften für das Geschäftsjahr 1953" in "Wirtschaft und Statistik" Jg. 1955, Heft 4, S. 203

4) vgl. "Rund um die Börse" 1954, S. 9

Die starke Zunahme der Verschuldung setzte sich in den Jahren 1954, 1955 und 1956 fort: Allein im Jahr 1955 wuchs das gesamte Fremdkapital bei 1142 untersuchten Industrie-Gesellschaften um 5,6 Mrd. DM, wovon 2,4 Mrd. DM auf die kurzfristigen Verbindlichkeiten entfallen. Durch diese Steigerung erhöhte sich der Anteil des Fremdkapitals an der Bilanzsumme der Unternehmen von 51,9 % auf 54,3 %¹⁾. Im Jahre 1956 dehnte sich der Anteil nochmals aus und belief sich Ende 1956 auf 55,9 %²⁾.

Im Kapitalaufbau der Industrie-Aktiengesellschaften zeigt sich somit von der Währungsreform bis Ende 1956 eine ständige Zunahme des Fremdkapitalanteils. Eine kritische Untersuchung der Entwicklung des Fremdkapitals führt allerdings zu dem Ergebnis, daß die laufende Zunahme des Fremdkapitalanteils an der Bilanzsumme - neben der Ausweitung der kurzfristigen Verbindlichkeiten - vor allem auf das ungewöhnlich starke Ansteigen der Rückstellungen zurückzuführen ist³⁾. Da die Rückstellungen bilanzmäßig den Verbindlichkeiten zugerechnet werden, fiel ihr Anwachsen im Ausweis des Fremdkapitals erheblich ins Gewicht. - Wirtschaftlich gesehen stellen die langfristigen Rückstellungen "eigengebildetes" Kapital dar, das den Unternehmen nicht durch Aufnahme von Krediten, sondern aus ihrem Gewinn zugeflossen ist.

Läßt man bei der Berechnung des Fremdkapitals die langfristigen Rückstellungen außer Ansatz, so zeigt sich, daß das echte Fremdkapital im Berichtszeitraum (1948 - 1956) nur unwesentlich zugenommen hat.

2. Der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme

Die Entwicklung des Eigenkapitals der Industrie-Aktiengesellschaften in den ersten Jahren nach der Währungsreform wurde vor allem durch das Umstellungsgesetz⁴⁾ und das DM-Bilanzgesetz⁵⁾ beeinflusst.

-
- 1) vgl. "Die Bilanzen und Erfolgsrechnungen der Aktiengesellschaften der Industrie für das Geschäftsjahr 1955" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1956, Heft 11, S. 553
 - 2) vgl. Tabelle 5 im Anhang.
 - 3) vgl. das Kapitel "Die Finanzierung aus Rückstellungen" im I. Teil, B, II, 3
 - 4) vgl. Drittes Gesetz zur Neuordnung des Geldwesens (Umstellungsgesetz) vom 27.6.1948 mit Durchführungsverordnungen.
 - 5) vgl. DM-Bilanzgesetz vom 21.8.1949 und DM-BErgG vom 28.12.1950 und Durchführungsverordnungen.

Nach einer Bilanzuntersuchung von 1523 Aktiengesellschaften der Industrie betrug der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme am 21. Juni 1948 83,7 %. Schon im Jahre 1949 sank er ungewöhnlich stark auf 65,7 % (bei 1534 Aktiengesellschaften)¹⁾, verminderte sich im folgenden Jahr (1950) auf 58,1 % und erreichte 1951 einen Anteil von nur noch 50,4 %²⁾.

Der starke Rückgang des Eigenkapitalanteils läßt sich im einzelnen auf folgende Ursachen zurückführen:

Durch die Währungsgesetzgebung wurden die Verbindlichkeiten im Verhältnis 10 : 1 reduziert, wodurch sich gleichzeitig der prozentuale Anteil des Eigenkapitals erhöhte. Dazu kam die Auflösung stiller Reserven, die nunmehr in der DM-Eröffnungsbilanz als offene Rücklagen und damit als "sichtbares" Eigenkapital ausgewiesen wurden. Dadurch trat das Fremdkapital im Kapitalaufbau der Gesellschaften fast völlig hinter das Eigenkapital zurück.

Als jedoch im Zuge der Expansion der darauffolgenden Jahre die Bilanzen infolge der beschränkten Eigenkapitalbeschaffungsmöglichkeit und der damit bedingten höheren Fremdkapitalaufnahme (vor allem von kurzfristigen Krediten) ausgeweitet wurden, sank zwangsläufig der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme.

Der Rückgang des Eigenkapitals setzte sich auch in den Jahren 1952 (49,5 %), 1953 (47,9 %) und 1954 (46,3 %) fort³⁾. Gleichlaufend mit dieser Entwicklung verminderte sich der Anteil des Grundkapitals an der Bilanzsumme, der von 54,4 % in 1948 auf 26,1 % in 1954 zurückging⁴⁾.

1) vgl. "Vermögen- und Kapitalaufbau der Industrie-Aktiengesellschaften" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, Heft 5, S. 238

2) vgl. Tabelle 5 im Anhang.

3) vgl. Tabelle 5 im Anhang.

4) vgl. Tabelle 5 im Anhang.

Anteil des Grundkapitals^{+) an der Bilanzsumme}

Anzahl der Gesellschaften	1523	1534	1573	1573	1385	1516	1516
Jahr	21.6. 1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954
i. v. H.	54,4	41,6	30,0	29,5	27,6	26,1	24,4

+) Grundkapital = Nominalbetrag abzüglich der ausstehenden Einlagen, des Buchwertes der eigenen Aktien und der Kapitalentwertungskonten.

In dem stetigen Sinken des Grundkapitalanteils kommt die Unergiebigkeit des Aktienmarktes deutlich zum Ausdruck:

Von der Währungsreform bis Ende 1954 wurden von sämtlichen Aktiengesellschaften der Industrie lediglich 730 Mio DM Aktien emittiert¹⁾.

Obwohl sich das Nominalkapital von 1142 erfaßten Aktiengesellschaften der Industrie im Geschäftsjahr 1955 um 1,1 Mrd. DM erhöhte und auch die gesetzlichen und freien Rücklagen um 758,4 Mio DM zunahmen, ging sowohl der Anteil des Grundkapitals als auch der Anteil des Eigenkapitals (von 46,1 % auf 43,5 %) an der Bilanzsumme zurück. Während nämlich die Zunahme des Eigenkapitals rd. 10 % betrug, erweiterte sich die Bilanzsumme im gleichen Zeitraum um 16 %²⁾.

Auch im Jahre 1956 verminderte sich trotz der starken Heraufsetzung des Grundkapitals (DM 1446 Mio bei 1232 untersuchten Gesellschaften) der prozentuale Anteil an der Bilanzsumme von 43,5 % bei 1516 Gesellschaften auf 41,9 % bei 1232 Gesellschaften. Desgleichen sank der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme bei den 1232 erfaßten Gesellschaften von 43,4 % auf 41,9 %³⁾.

1) vgl. Tabelle 1 im Anhang.

2) vgl. "Die Bilanzen und Erfolgsrechnungen von Aktiengesellschaften der Industrie für das Geschäftsjahr 1955" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1956, Heft 11, S. 552/553

3) vgl. "Die Bilanzen und Erfolgsrechnungen von Aktiengesellschaften für die Geschäftsjahre 1955 und 1956" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1957, Heft 11, S. 610

Betrachtet man die Entwicklung des Eigenkapitalanteils an der Bilanzsumme von der Währungsreform bis Ende 1956, so stellt man fest, daß er von 83,7 % (am 21.6.1948) auf 41,9 % (Ende 1956)¹⁾, d.h. um die Hälfte gesunken ist.

Ein Vergleich mit den Vorkriegswerten²⁾ zeigt, daß damit der Eigenkapitalanteil erheblich unter dem Stand des Jahres 1913 (59,3 %) sowie des Durchschnittsatzes der Jahre 1928 bis 1937 und auch noch unter dem niedrigen Stand des Jahres 1938 (48,2 %) liegt.

3. Die Relation zwischen Eigenkapital und Fremdkapital

Infolge der wachsenden Inanspruchnahme von Fremdkapital bei gleichzeitig geringer Eigenkapitalbeschaffungsmöglichkeit fand bei den Industrieunternehmen eine weitgehende Verschiebung des Verhältnisses zwischen Eigenkapital und Fremdkapital zugunsten des Fremdkapitals statt.

Während der Eigenkapitalanteil an der Bilanzsumme von der Währungsreform bis Ende 1953 von 83,7 % auf 47,9 % sank, stieg der Fremdkapitalanteil im gleichen Zeitraum von 33,0 % auf 50,2 %³⁾.

Aus Vergleichen mit Zahlen der Vorkriegsjahre geht hervor, daß das Verhältnis von Eigenkapital und Fremdkapital in den Jahren 1949 - 1953 im allgemeinen nicht über jenen Rahmen hinausging, den die einzelnen Industriezweige auch vor dem Kriege hatten.

Der Strukturwandel im Kapitalaufbau der Gesellschaften wurde erst bedenklich, als in manchen Industriezweigen der Eigenkapitalanteil die üblichen Sätze⁴⁾ unterschritt. Allerdings darf man nicht übersehen, daß je nach der Art des Industriezweiges die Kapitalintensität schwankt und infolgedessen auch in einem mehr oder minder großen Anteil des Eigenkapitals an der Bi-

1) vgl. Tabelle 5 im Anhang.

2) vgl. die Tabelle über den "Vermögens- und Kapitalaufbau der Industrie-Aktiengesellschaften in den Jahren 1913, 1928-1953" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, Heft 5, S. 238

3) vgl. Tabelle 5 im Anhang.

4) In der Praxis hat sich eine Faustregel herausgebildet, wonach das Verhältnis zwischen Eigenkapital und Fremdkapital etwa 1:1 oder 1,5:1 betragen soll.

lanzsumme seinen Niederschlag findet¹⁾.

Auch hinsichtlich der Unternehmungsgröße bzw. der Aktienkapitalhöhe ergeben sich beträchtliche Unterschiede in der Kapitalstruktur. - So wurde z.B. in einer Sonderuntersuchung von 1415 Aktiengesellschaften Ende 1953²⁾ festgestellt, daß der Eigenkapitalanteil bei den Großunternehmen mit über 10 Mio DM Aktienkapital "merklich höher lag als bei den kleinen Gesellschaften mit einem Kapital bis zu 10 Mio DM, nämlich 49,6 % gegenüber 42,3 %".

Ferner ergab die Untersuchung, daß bis Ende 1953 das langfristige Fremdkapital mit einem Anteil von 86,5 % der als langfristig erkennbaren Verbindlichkeiten und 90,8 % der als langfristig erkennbaren Rückstellungen überwiegend auf die Großunternehmen entfällt.

Das Verhältnis zwischen Eigenkapital und Fremdkapital und die Zusammensetzung des Fremdkapitals in bezug auf seine Fristigkeit ist somit bei den Großunternehmen bedeutend besser als bei den kleinen Gesellschaften.

In den Jahren 1954 bis (Ende) 1956 verschob sich das Verhältnis zwischen Eigenkapital und Fremdkapital weiter: Während das Eigenkapital von 46,6 % auf 41,9 % sank, stieg der Anteil des Fremdkapitals an der Bilanzsumme von 51,7 % auf 55,9 %³⁾.

Die in der Bilanzstatistik angegebenen Verhältniszahlen entsprechen jedoch - wirtschaftlich gesehen - nicht dem tatsächlichen Verhältnis zwischen Eigenkapital und Fremdkapital, da nur das sichtbare Eigenkapital, nicht jedoch die dem Eigenkapital zuzurechnenden stillen Reserven erfaßt werden. - In Wirklichkeit liegt somit der effektive Eigenkapitalanteil um die durch die Unterbewertung der Aktiva und die Überbewertung der Passiva gebildeten stillen Re-

1) Die Werte schwanken nach Untersuchungen des Statistischen Bundesamtes über die Kapitalstruktur von rd. 1500 Aktiengesellschaften in den Jahren 1949-1953 zwischen 58,9 % und 15,0 %. Der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme übersteigt 50 % im Bergbau, in der Chemie-, Eisen-, Keramik-, Glas- und Lederindustrie; er liegt erheblich unter dem Durchschnitt von 47,8 % (in 1953) vor allem im Stahlbau, Schiffsbau sowie bei der Mühlenindustrie (vgl. "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, Heft 5, S. 242)

2) vgl. "Kapitalstruktur und Kapitalgröße" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, Heft 5, S. 242

3) vgl. Tabelle 5 im Anhang.

serven bedeutend höher als er in der Statistik ausgewiesen wird. So wurden z.B. im Ausweis die durch hohe Abschreibungen und übernormale Bemessung der Rückstellungen¹⁾ geschaffenen stillen Reserven bei der Berechnung des Eigenkapitals nicht berücksichtigt. Diese beiden Größen korrigieren das nach der formalen Zugehörigkeit errechnete Mißverhältnis zwischen Eigenkapital und Fremdkapital weitgehend.

Im Gegensatz zu der Erhöhung dieses "eigengebildeten" Kapitals ist der Anteil des aus Grundkapital und offenen Rücklagen berechneten haftenden Kapitals stark zurückgegangen.

Bei der Gesamtbetrachtung der tatsächlichen Relation zwischen Eigenkapital und Fremdkapital ist in Betracht zu ziehen, daß die in der Vorkriegszeit sehr hohen stillen Reserven im Zuge der Kapitalneufestsetzungen aufgelöst wurden. Angesichts der durch die Kriegsfolgen bedingten starken Schrumpfung des Vermögens ergab sich daher bei sehr vielen Gesellschaften ein hoher "sichtbarer" Eigenkapitalanteil, der eine scheinbare Verbesserung der Relation zur Folge hatte. Bedenkt man weiterhin, daß ein großer Teil der durch die außerordentlichen Abschreibungen gebildeten neuen stillen Reserven lediglich eine zeitliche Gewinnverlagerung darstellt - sich also im Laufe der Jahre automatisch auflöst -, und betrachtet man ferner die bis Ende 1954 geringen Grundkapitalerhöhungen, dann ist ohne Zweifel eine Verschlechterung der Relation zwischen Eigenkapital und Fremdkapital zuungunsten des Eigenkapitals festzustellen.

4. Das Verhältnis von Eigenkapital und langfristigem Fremdkapital zum Anlagevermögen

Untersucht man die Zusammenhänge zwischen der Kapitalstruktur und Kapitalgröße und bringt sie in Beziehung zur Bilanzsumme, so kommt man zu dem Ergebnis, "daß die Kapitalstruktur in erster Linie eine Funktion des in den einzelnen Gewerbegruppen stark unterschiedlichen Bedarfs an Anlagevermögen ist, und daß nicht so sehr der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme, sondern das Verhältnis von Anlagevermögen zur Summe von Eigenkapital und

1) Die als langfristig erkennbaren Rückstellungen erreichten mit 7,5 % der Bilanzsumme über die Hälfte der echten langfristigen Verbindlichkeiten (13,8 %). - vgl. Tabelle 5 im Anhang.

langfristigem Fremdkapital entscheidend ist"¹⁾.

Aus der Erkenntnis, daß die im Unternehmen langfristig gebundenen Vermögensgegenstände mit langfristigen Mitteln finanziert werden müssen, entstand die sogenannte "Goldene Bilanzregel", wonach das Anlagevermögen durch Eigenkapital und langfristiges Fremdkapital gedeckt sein muß.

Für die Jahre 1948 - 1953 ergibt sich folgende Entwicklung, die durch eine Vergleichszahl aus dem Vorkriegsjahr 1938 ergänzt wird²⁾:

Vermögen- und Kapitalaufbau der Industrie-Aktiengesellschaften (i. v. H. der Bilanzsumme)

Jahr	1938	1948	1949	1950	1951	1952	1953
Zahl der AG	2004	1523	1534	1534	1534	1385	1385
Eigenkapital insgesamt	48,2	83,7	65,7	58,3	50,7	49,5	47,7
langfristiges Fremdkap.	11,2	4,3	4,9	7,0	7,9	8,5	10,5
langfristiges Kapital	59,4	88,0	70,6	65,3	58,6	58,0	58,2
Anlagevermg.	51,2	68,3	58,2	53,1	49,6	51,6	52,4
Überdeckung	8,2	19,7	12,4	12,2	9,0	6,4	5,8

Die Entwicklungsübersicht zeigt, daß die Überdeckung des Anlagevermögens durch langfristiges Kapital bis zum Jahre 1951 höher war als im Jahr 1938. Dieser Tatbestand ist jedoch auf die bereits erwähnte Zuführung der in den Vor-

1) vgl. "Die Kapitalstruktur der Aktiengesellschaften" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, Heft 5, S. 235

2) Die Werte des Eigen- und Fremdkapitals sowie des Anlagevermögens wurden aus der Tabelle über den Vermögen- und Kapitalaufbau der Industrie-Aktiengesellschaften in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, Heft 5, S. 238 entnommen. - Die langfristigen Rückstellungen sind nicht in das langfristige Fremdkapital einbezogen.

kriegsjahren gebildeten stillen Reserven in das offen ausgewiesene Eigenkapital zurückzuführen, wodurch sich der "sichtbare" Eigenkapitalanteil stark anhob.

Insgesamt betrachtet ging die Überdeckung nach der Währungsreform von Jahr zu Jahr zurück und sank im Jahr 1951 unter den für das Vorkriegsjahr 1938 errechneten Wert. Trotzdem blieb - im Durchschnitt aller Industrie-Aktiengesellschaften - die "Goldene Bilanzregel" gewahrt.

Aus einer vom Statistischen Bundesamt Ende 1953 durchgeführten Sonderuntersuchung von 1415 Aktiengesellschaften geht jedoch hervor, daß innerhalb der verschiedenen Industriegruppen erhebliche Abweichungen zu beobachten sind. Danach lag die Relation für die langfristige Finanzierung des Anlagevermögens bei kapitalintensiven Unternehmen entweder unter dem Durchschnitt aller Gesellschaften (so beim Bergbau, bei der Energie- u. Mineralölwirtschaft) oder nur wenig über diesem (Eisen- und Chemiefaserproduktion).

Eine schlechte Relation haben ferner die Zuckerindustrie, die Brauereien und Mühlen sowie der Schiffbau und Fahrzeugbau. In den übrigen Industrien liegt die Relation - teilweise beträchtlich - über dem Durchschnitt¹⁾.

Bei einem Vergleich der Relation von großen und kleinen Unternehmen²⁾ wurde festgestellt, daß die Deckung des Anlagevermögens durch langfristiges Kapital bei den kleinen Gesellschaften weit besser war als bei den Großunternehmen. Eine eingehende Untersuchung ergab, daß die Mehrzahl der kleinen Gesellschaften der - weniger anlageintensiven - verarbeitenden Industrie angehörte³⁾.

Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes hat sich die Relation der "Goldenen Bilanzregel" im Jahre 1954 verbessert⁴⁾. Es handelt sich jedoch nur um eine rein rechnerische Verbesserung, da bei der Berechnung die langfristigen Rückstellungen einbezogen wurden.

1) vgl. "Die Kapitalstruktur in den Gewerbegruppen" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, Heft 5, S. 242

2) Die Größe bezieht sich auf die Grundkapitalhöhe.

3) vgl. "Kapitalstruktur und Kapitalgröße" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, Heft 5, S. 243

4) vgl. "Die Bilanzen und Erfolgsrechnungen von Aktiengesellschaften der Industrie für das Geschäftsjahr 1954" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, Heft 12, S. 602

Eine Untersuchung über die "Investitionspolitik der westdeutschen Industrie von 1948-1954"¹⁾ kommt zu einem wesentlich ungünstigeren Ergebnis als das Statistische Bundesamt. Danach hat sich die "Deckung des Anlagevermögens durch Eigen- und langfristiges Fremdkapital allgemein seit der DM-Eröffnungsbilanz verschlechtert: Während diese Mittel 1948 bei sämtlichen untersuchten Betrieben noch 119,7 % des Gesamtanlagevermögens ausmachten, betrugen sie 1954 nur noch 74 %"²⁾.

Die unterschiedlichen Untersuchungsergebnisse zeigen, daß man je nach der Basiswahl, der Auswahl der untersuchten Gesellschaften und infolge der oft lückenhaften Unterlagen³⁾ verschiedene Zahlenwerte erhält.

Für die Jahre 1955 und 1956 wird das auf Grund der "langfristig verfügbaren Mittel" errechnete Deckungsverhältnis vom Statistischen Bundesamt mit 117 % angegeben⁴⁾. Diese Relation kann als Beweis einer gesunden Finanzierung gewertet werden, sofern der der Berechnung zugrunde gelegte langfristige Teil des Fremdkapitals (insbesondere der Rückstellungen) den Unternehmen tatsächlich langfristig zur Verfügung steht.

5. Krisengefährdete Finanzstruktur

Für eine gesunde Finanzstruktur der Industrieunternehmen ist die richtige Relation zwischen Eigenkapital und Fremdkapital sowie das Verhältnis zwischen der

1) Bericht über die Ergebnisse einer Untersuchung von H. Seischab in der ZfB, Jg. 1956, Nr. 2

2) ebenda Übersicht Nr. 12, S. 86

3) Da ein großer Teil der Gesellschaften (insbesondere die in der Entflechtung befindlichen Unternehmen) ihre Abschlüsse erst einige Jahre nach der Währungsreform veröffentlichten, fehlte das zu einer geschlossenen Darstellung notwendige Zahlenmaterial.

4) vgl. "Die Bilanzen und Erfolgsrechnungen von Aktiengesellschaften der Industrie für die Geschäftsjahre 1955 und 1956" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1957, Heft 11, S. 610

Vermögensseite und der Kapitalzusammensetzung eine unerläßliche Bedingung¹⁾. Angesichts der bei vielen Betrieben bestehenden Mißverhältnisse der Relationen, liefen die Unternehmen Gefahr, schon bei geringen Liquiditätsanspannungen in finanzielle Schwierigkeiten zu geraten.

Zu Bedenken Anlaß gab insbesondere die sich anbahnende gefährvolle Entwicklung durch den laufend zunehmenden Anteil des kurzfristigen Fremdkapitals im Gesamtkapital sowie die Zusammensetzung des Fremdkapitals selbst, die sich hinsichtlich der Fristigkeit immer mehr verschlechterte. Die finanzwirtschaftliche Entsprechung von Kapitalbeschaffung und Kapitalverwendung war nicht mehr gegeben. Damit bestand eine latente Gefahr für die strukturelle Liquidität der Unternehmen. Die Krisenempfindlichkeit nicht nur der Einzelunternehmen, sondern der gesamten Wirtschaft wurde deshalb erhöht.

Ohne Zweifel ist eine solche finanzielle Gefährdung der Wirtschaft während eines allgemeinen konjunkturellen Aufschwungs geringer, zumal wenn die betriebliche Investitions- und Finanzpolitik nach einem wohlgedachten Plan erfolgt. Auf lange Sicht gesehen ist jedoch die Übereinstimmung der Fristigkeit von Kapitalbeschaffung und Kapitalverwendung anzustreben, wenn eine gesunde Finanzierungsstruktur und damit die Sicherung der strukturellen Liquidität erreicht werden soll.

Mit Rücksicht auf mögliche finanzielle Anspannungen und auf Zeiten einer konjunkturellen Abschwächung erscheint deshalb das Einhalten der durch die Erfahrungen gewonnenen Finanzierungsregeln nicht nur ratsam, sondern notwendig, um die Gefahr eines finanziellen Zusammenbruches zu vermeiden.

1) "Eigenkapital und Fremdkapital müssen in einem normalen Verhältnis zueinander stehen, wobei die Normen im Laufe der Zeit bei den verschiedenen Marktsituationen, den Betriebsgrößen und Branchen mit ihrer spezifischen Fixkapitalstruktur durchaus verschieden sein können".

Konrad Mellerowicz: "Funktionsstörungen in der Wirtschaft durch die Verdrängung des Eigenkapitals" in "Die Wirtschaft unter der Steuerpolitik", Schriftenreihe des Instituts für Wirtschaftsprüfer, Bd. 7, S. 133

Es liegt daher im Interesse jeder Aktiengesellschaft, zur Festigung ihrer Liquidität auf eine ausreichend hohe Quote ihres haftenden Eigenkapitals bedacht zu sein¹⁾.

1) In diesem Zusammenhang wurde der Vorschlag gemacht, die Gesellschaften sollten ihr haftendes Eigenkapital durch Ausgabe von Gratisaktien, also durch Kapitalerhöhung aus eigenen Mitteln, verstärken. - Abgesehen von dem Tatbestand, daß viele Unternehmen hierzu gar nicht in der Lage waren, wurde dieser Weg dadurch unterbunden, daß die Ausgabe von Gratisaktien steuerlich als Gewinnausschüttung behandelt wurde. Aus diesem Grunde hatten die Gesellschaften wenig Interesse an einer derartigen Erhöhung ihres risikotragenden Kapitals.

II. TEIL

DIE ENTWICKLUNG DER INDUSTRIELLEN EFFEKTENFINANZIERUNG

A. Die Effektenbörsen nach der Währungsreform

I. Die Börsenlage zur Zeit der Währungsreform

Die Situation der westdeutschen Effektenbörsen nach der Währungsreform ist durch ihre nahezu vollständige Funktionsunfähigkeit gekennzeichnet. Eine Vielzahl von Ursachen wie die Kapitalvernichtung im und nach dem Kriege, die Geldabwertung, die Blockierung und der Verlust großer Effektenbestände, die Störung des Marktes durch die Entflechtungsmaßnahmen u. a. m. legte die Effektenbörse lahm.

Bereits einige Tage vor der Währungsreform (am 18. Juni 1948) wurden die noch bestehenden westdeutschen Börsen auf behördliche Anordnung geschlossen, um "irreguläre Kursbildungen und damit Schädigungen der Wertpapierbesitzer zu vermeiden"¹⁾

Die Wiedereröffnung der Börsen erfolgte im Juli 1948²⁾. Die vor dem Kriege bedeutendste Effektenbörse Berlin konnte den geregelten Freiverkehr in Zuteilungsrechten im Juli 1950 und ihren amtlichen Effektenverkehr erst im März 1952 wieder aufnehmen³⁾.

Als wichtigste Börsenplätze sind zu nennen: Frankfurt am Main, Düsseldorf, Hamburg und München. Die Börsen in Stuttgart, Bremen, Hannover und Berlin haben vorwiegend lokale Bedeutung.

II. Die Entwicklung der Effektenbörsen

Die Abwicklung der Börsengeschäfte vollzog sich zunächst in der Form des geregelten Freiverkehrs, der dann nach einiger Zeit durch den amtlichen Verkehr abgelöst wurde.

Für kurze Zeit kam es zu einem lebhaften Handel - vor allem am Aktienmarkt. Die Scheinblüte war jedoch nur von kurzer Dauer. Dann wurde offenbar, daß

1) ZfdgK Jg. 1948, Nr. 1, S. 20

2) ZfdgK Jg. 1948, Nr. 2, S. 46

3) "Die Börse" 1951, Berliner Bank AG, S. 27

die Börse als Finanzierungsinstrument und Spiegelbild der Wirtschaft nahezu funktionsunfähig geworden war. Nicht nur die Effektenumsätze gingen (relativ gesehen) zurück, sondern Neuemissionen, vor allem von Industripapieren, konnten infolge der Funktionsunfähigkeit der Börse nur in sehr bescheidenem Umfang stattfinden. Die stetig zunehmende Selbstfinanzierung und die staatliche Kapitalbildung entzogen der Börse das sich bildende Geldkapital: die Kapitalströme flossen an der Börse vorbei. Da das an den Börsen angebotene Effektenmaterial sich relativ verminderte und die Kursbildung infolge der geringen Umsatztätigkeit große Unsicherheitsmomente barg, konnte die Börse nicht mehr als verlässlicher Maßstab für die Bewertung von Effekten¹⁾ und letztlich der wirtschaftlichen Entwicklung gelten.

Die Barometerfunktion der Börse versagte vollkommen. Dem steil nach oben gerichteten Trend der wirtschaftlichen Entwicklung entsprach kein gleichlaufender Börsentrend: Der Börsenseismograph als Konjunkturbarometer funktionierte nicht mehr.

Ihre Funktion als Kapitalanlagevermittler zwischen anlagesuchendem Sparkapital und anlagebereitem Investitionskapital büßte die Effektenbörse infolge außerbörslicher Kapitalbildung beinahe völlig ein. Umsatz und Absatz an Industrie-Effekten blieben Jahre hindurch auf einem - im Vergleich zur anderweitigen Kapitalbildung - sehr niedrigen Niveau. Vor allem Aktien waren am offenen Markt in den ersten fünf Jahren nach der Währungsreform kaum unterzubringen.

Wegen der geringen Aufnahmefähigkeit der Effektenbörsen konnte deshalb nur ein äußerst geringer Teil (rd. 3 bis 4 %)²⁾ der für die Netto-Anlage-Investitionen erforderlichen Finanzierungsmittel durch Effektenemissionen über die Börse aufgebracht werden.

Finer Normalisierung der Börse im Zuge des wirtschaftlichen Aufschwungs stand vor allem die diskriminierende Kapitalmarktpolitik hindernd im Wege, die die schwachen Ansätze einer Wiedergesundung des Aktien- und Industrie-Obligationen-Marktes zunichte machte. Infolgedessen spielte die Börse bei der Industriefinanzierung eine völlig untergeordnete Rolle.

1) Da die Zufallskurse keine Anhaltspunkte für den wahren Wert der Effekten geben konnten, war schlecht zu beurteilen, welche Papiere als repräsentativ für die Börsentendenz anzusehen waren.

2) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1950, Seite 24

Erst nachdem im Jahre 1954 durch die Große Steuerreform die Industrierapieren den öffentlichen Emissionen gleichgestellt wurden, besserte sich die Situation;

Emission und Absatz von Industrie-Werten nahmen einen beachtlichen Aufschwung. Die Börse gewann nach und nach ihre Funktionsfähigkeit und damit die ihr im Gefüge der Gesamtwirtschaft zukommende Bedeutung wieder zurück.

B. Die Aktienfinanzierung

I. Die Problematik der Wiederherstellung eines funktionsfähigen Aktienmarktes

1. Die Wechselbeziehungen zwischen Kapitalmarktstruktur und Kapitalmarktpolitik

Als eine der schwierigsten Aufgaben der Wirtschaftspolitik nach der Währungsreform erwies sich die Wiederherstellung eines funktionsfähigen Aktienmarktes.

Kennzeichnend für die Entwicklung des Aktienmarktes war, daß sie in scharfem Gegensatz zu dem steilen Wirtschaftsaufschwung verlief: Während nämlich eine vermehrte Investitionstätigkeit normalerweise sich in einer verstärkten Inanspruchnahme des Effektenmarktes auswirkt, war dieser Verlauf in den ersten Jahren nach der Währungsreform nicht festzustellen.

Die Schuld an dieser Situation trugen nicht nur die bereits angeführten außerwirtschaftlichen Faktoren¹⁾ und die verfehlte Kapitalmarktpolitik²⁾, sondern auch innerbetriebliche Ursachen und deren Folgen, die wiederum durch die schlechte Kapitalmarktlage bedingt waren. Aus dieser gegenseitigen Beeinflussung ergab sich eine ganze Reihe komplexer und deshalb schwer lösbarer Probleme. Wie schwierig die Lösung dieser Probleme war, zeigen die zahl-

1) vgl. Kapitel A, II im I. Teil: "Die Verzögerung der Kapitalneubildung".

2) vgl. Kapitel A, III im I. Teil: "Die staatliche Einflußnahme auf die Kapitalbildung".

reichen Versuche, die zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Effektenmarktes unternommen wurden. Die jeweiligen Ergebnisse der Eingriffe in den Kapitalmarkt zeigen aber auch die engen Zusammenhänge und Wechselbeziehungen der verschiedenen Kreditmärkte auf und machen deutlich, daß einseitige Begünstigungen zwar wohl vorübergehende Erfolge des bevorzugten Zweiges zeitigen können, daß aber damit zwangsläufig Schädigungen der anderen Teile des Kapitalmarktes verbunden sind.

Innerhalb des Effektenmarktes ergab sich eine Vielzahl von Problemen, von denen die wichtigsten kurz im folgenden Abschnitt erörtert werden.

2. Die Hauptprobleme des Aktienmarktes

a) Aufnahmefähigkeit und Aufnahmebereitschaft der Nachfrage

Die Hauptprobleme der Wiederherstellung eines funktionsfähigen Aktienmarktes bestanden zunächst in der Erforschung der beiden Größen: Aufnahmefähigkeit und Aufnahmebereitschaft der Effektennachfrage, speziell der Nachfrage nach Aktien. Es bestanden weder genaue Anhaltspunkte über die Aufnahmefähigkeit des Effektenmarktes überhaupt, noch über das wahrscheinliche Verhalten potentieller Zeichner. Die geringen Aktienumsätze während der Zeit, als hauptsächlich nur effektive Stücke gehandelt wurden, konnten praktisch keinen Aufschluß über diese Größen geben, da schon jede kleine Nachfrage Materialmangel anzeigte. Ob aber echter Materialmangel vorlag, konnte sich erst bei Neuemissionen zeigen, wenn die Aufnahmefähigkeit der Nachfrage die börsengehandelten Werte überstieg. Durch die Ausgabe von Pfandbriefen im Herbst 1948 wurden die Absatzmöglichkeiten für Effekten erforscht¹⁾.

Wie schwierig sich jedoch die Unterbringung der Neuemissionen gestaltete, geht aus den Absatz-Statistiken der Monatsberichte der BdL hervor. Vor allem im ersten Jahr nach der Währungsreform konnte der Großteil der festverzinslichen Neuemissionen nicht abgesetzt werden²⁾.

1) Im September 1948 wurden kleinere Emissionen von 5 %igen Pfandbriefen aufgelegt (vgl. Geschäftsbericht der BdL 1948/49, S. 20).

2) Bis zum 30.6.1949 sind insgesamt 504 Mio DM festverzinsliche Wertpapiere emittiert worden, von denen bis zum Stichtag nur 328,2 Mio DM untergebracht werden konnten (vgl. Geschäftsbericht der BdL Juli 1949, S. 78).

Als Zeichner traten insbesondere Kapitalsammelstellen auf; beim privaten Publikum ließ sich nur ein sehr geringer Teil unterbringen¹⁾.

Die geringe Ergiebigkeit des Marktes ist auf die unzureichende Sparfähigkeit der Bevölkerung, teilweise aber auch auf ihre mangelnde Bereitschaft zurückzuführen, Ersparnisse in Effekten anzulegen.

Viele Interessenten ließen sich durch die Unsicherheit und die Unübersichtlichkeit des Börsenhandels von einem Engagement abhalten. - Die Beseitigung dieser Mängel warf eine Reihe vorwiegend organisatorischer Probleme auf.

b) Die organisatorischen Probleme des Börsenhandels

Eine kritische Untersuchung über die Möglichkeiten und Chancen von Effektenemissionen führt zu der Feststellung, daß rein technisch-organisatorisch noch nicht die nötigen Voraussetzungen für ein reibungsloses Funktionieren des Emissionsgeschäftes gegeben waren.

Der Wiederaufnahme eines geregelten Effektenverkehrs dienten das bereits erwähnte Wertpapierbereinigungsgesetz²⁾ sowie das Gesetz über die Börsenzulassung umgestellter Wertpapiere, das die Ausgabe neuer DM-Aktien auf Grund der Neufestsetzung der Gesellschaften in Deutscher Mark nach dem DM-Bilanzgesetz regelte³⁾.

Damit waren zwar einige Voraussetzungen zur Wiederherstellung des Aktienmarktes geschaffen, doch konnten Neuemissionen über die Börse solange nicht stattfinden, als die Unternehmen ihre DM-Eröffnungsbilanzen mit der Neufestsetzung ihres Grundkapitals nicht festgestellt und veröffentlicht hatten⁴⁾. Infolge der unübersichtlichen Bilanzverhältnisse herrschte deshalb bis in den Herbst des Jahres 1949 hinein bei niedrigen Kursen allgemeine Interesselosigkeit gegenüber den Aktienwerten.

1) vgl. Monatsbericht der BdL vom April 1949, S. 6

2) vgl. das Kapitel A, II, 3 im Teil I: "Die schleppende Wertpapierbereinigung".

3) Gesetz über die Börsenzulassung umgestellter Wertpapiere vom 27.12.1951 BGBl. I., S. 1004

4) Die Bilanzveröffentlichungen wurden vielfach in Erwartung des Lastenausgleichsgesetzes zurückgehalten. Auch bei den in der Entflechtung befindlichen Montan- und Chemie-Konzernen wurde die Publikation hinausgezögert.

c) Das Bewertungsproblem

aa) Das Problem der richtigen Bewertung

Die dem allgemeinen Wirtschaftsaufschwung gegenläufige Kursentwicklung am Aktienmarkt in den Jahren nach der Währungsreform rückte neben den erwähnten Kapitalmarktfragen auch das Bewertungsproblem in den Vordergrund.

Eine Vielzahl verschiedenartiger Faktoren machte eine "richtige" Bewertung der Aktien problematisch, insbesondere deshalb, weil die Bewertungsmaßstäbe praktisch nur auf subjektiven Momenten beruhten. Dadurch wurde jede Bewertung willkürlich und trug deshalb zwangsläufig eine "betont spekulative Note in das Börsengeschäft hinein"¹⁾.

Vor der Veröffentlichung der DM-Eröffnungsbilanz und der Kapitalumstellungen gab es für die Bewertung der Aktien Anhaltspunkte weder über die Vermögens- noch über die Ertragslage der Aktiengesellschaften. Weitere Unsicherheitsmomente lagen in der Fassung des Lastenausgleichsgesetzes, des Mitbestimmungsrechtes sowie in der Entflechtungs- und Sozialisierungsfrage. Insbesondere während der Durchführung der Entflechtung und der Kapitalumstellungen ging der Zusammenhang zwischen den Kursen und dem inneren Wert der Aktien verloren. Durch die verwirrende Kursnotierung²⁾ gab es keine "einheitliche Orientierungsmarke" mehr. Die einzelnen Notierungen lagen "weit verstreut zwischen 5 % und 370 % des alten RM-Kapitals, je nach dem Verhältnis der Kapitalumstellung für die einzelnen Werte"³⁾. Käufer und Verkäufer von Aktien konnten deshalb in den Börsenkursen keinen verlässlichen Anhalt über den wirklichen Wert ihrer Aktien finden. Die Folge war, daß sich entweder Unter- oder Überbewertungen der Aktien ergaben. So war z. B. bei Kurssteigerungen festzustellen, daß Aktien mit einem niedrigen Kursstand vielfach nur deshalb Interessenten fanden, weil sie im Vergleich mit anderen "billig" erschienen⁴⁾. Falsche Bewertungen kamen auch dadurch zustande, daß das Um-

1) vgl. "Der Volkswirt", Jg. 1949, Nr. 51/52, S. 37

2) Die amtliche Kursnotierung war insofern verwirrend, als die Mehrzahl der Unternehmen ihr Aktienkapital in Prozent des alten RM-Kapitals notierten, andere Gesellschaften ihr DM-Kapital auf Teilbeträge des alten RM-Kapitals zusammenlegten und einzelne wiederum ihr Kapital aus stillen Reserven aufstocken konnten.

3) "Der Volkswirt", Jg. 1953, Nr. 27, S. 18

4) "Die mit dieser Notierungsweise verbundene falsche Kursoptik ... verleitete das Publikum offensichtlich hoch mit teuer und tief mit billig zu verwechseln". "Die Börse", Berliner Bank AG, 1952, S. 38

stellungsverhältnis und das Kapitalentwertungskonto der einzelnen Gesellschaften von den Aktienkäufern nicht oder nicht genügend berücksichtigt wurden. Der Beweis hierfür kam darin zum Ausdruck, daß der tatsächliche und der rechnerische¹⁾ Kurs in vielen Fällen erheblich differierten.

bb) Die Substanzorientierung

Angesichts der unterschiedlichen Bewertungen erhebt sich die Frage, welcher Maßstab ausschlaggebend für die Beurteilung der einzelnen Aktienwerte war. Unter dem Gesichtspunkt der Rendite betrachtet, lag das Kursniveau zu hoch. Bei vielen Gesellschaften überstieg der Börsenkurs den Bilanzkurs beträchtlich. Daraus läßt sich folgern, daß die Aktienkäufer sich vorwiegend am Substanzwert orientierten. Ein Beweis dafür ist, daß sogar dividendenlose Aktien gekauft wurden. In solchen Fällen sind die Käufer ohne Zweifel von dem Vorhandensein hoher stiller Reserven ausgegangen.

Die Bewertung nach der Substanz allein kann im Normalfall nicht als richtiger Maßstab gelten. Unter den damaligen Verhältnissen bot der reale Wert einer Unternehmung jedoch die einzige Möglichkeit, den Wert ihrer Aktien zu ermitteln.

cc) Der verhängnisvolle Einfluß der Marktenge

Ein sehr schwieriges Problem, das sich über Jahre hinweg immer wieder bemerkbar machte, stellte die sogenannte Marktenge oder Marktleere des Aktienmarktes dar, eine Erscheinung, die auf den Mangel an handelbarem Aktienmaterial zurückzuführen war. Von der Emissionsseite her erfolgte keine Entspannung durch die Zufuhr neuen Aktienkapitals, denn der ohnehin schon sehr geringe Betrag an Aktienemissionen wurde nur zu einem unwesentlichen Teil über den offenen Markt geleitet, während der größte Teil gleich durch feste Übernahmen gebunden wurde und deshalb nicht an den Markt gelangte. In Zeiten einer entspannten Lage am Aktienmarkt, ausgelöst durch Geldbeschaffungskäufe oder durch Spekulationskäufe (Majoritätskäufe), führten infolge der herrschenden Marktenge schon geringfügige Angebots- oder Nachfrageänderungen an der Börse zu ungewöhnlich starken Kursausschlägen. Damit entsprachen zwar die jeweiligen Aktienkurse der "wirklichen Geschäftslage des

1) aus der alten RM-Notierung und dem Umstellungsverhältnis errechnet.

Verkehrs an der Börse"¹⁾, doch gaben sie in keinem Fall den wirklichen Wert der betreffenden Aktiengesellschaften wieder. Die Kursbildung blieb daher in vielen Fällen dem Zufall überlassen. Der ständige Abgabedruck bei Steuerterminen, die fehlende Kurspflege und andere Faktoren brachten deshalb die sich immer wieder anbahnenden Versuche einer Konsolidierung der Aktienkurse zum Scheitern.

Solange Angebot und Nachfrage keinen breiten, funktionsfähigen Aktienmarkt vorfanden, dessen zeitweilige Leere nicht laufend durch neue Emissionen ergänzt wurde, war eine Normalisierung in Form einer den jeweiligen Werten der Gesellschaften entsprechenden Kursentwicklung nicht zu erwarten. Die Börsenkurse konnten deshalb keinen betriebswirtschaftlich richtigen und letztlich auch keinen konjunkturpolitisch relevanten Erkenntniswert vermitteln.

II. Die Situation des Aktienmarktes in den ersten Jahren nach der Währungsreform

1. Die Unergiebigkeit des Aktienmarktes

a) Der brachliegende Aktienmarkt

Am Aktienmarkt wurden in den ersten Monaten nach der Währungsreform lediglich geringe Umsätze getätigt²⁾. Bei dem von der BdL-Statistik ausgewiesenen Betrag von 0,5 Mio DM im (Rest)-Jahr 1948 aufgelegten Aktien handelte es sich nur um Sonderfälle, deren Übernahme schon vorher mit den Interessenten vereinbart worden war³⁾, und deren Emission sich daher außerhalb der Börse vollzog. Von Industrieunternehmen wurden keine Aktien aufgelegt⁴⁾.

Die eigentliche Emissionstätigkeit begann erst im März 1949⁵⁾. Nach Angaben

1) Nach § 29, Abs. 3, Börsengesetz ist "als Börsenpreis derjenige Preis festzusetzen, welcher der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht". - vgl. H. Sieg "Börsenrecht" - München und Berlin 1953, S. 9

2) vgl. Statistische Monatszahlen der Aktienumsätze an sieben Börsen des Bundesgebietes in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1949, Heft 7, S. 652

3) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1948/49, S. 21

4) vgl. Anhang Tabelle 1

5) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1948/49, S. 21

der BdL¹⁾ fanden bis Ende 1949 rund dreißig Aktienemissionen in einer Höhe von 42,1 Mio DM statt²⁾. Auf die Industrieunternehmen³⁾ entfielen davon 15,7 Mio DM⁴⁾, wobei die Wirtschaftsgruppe "Energiewirtschaft und Versorgungsbetriebe" allein 12 Mio DM aufgelegt hat. Der Absatz an Industrieaktien betrug im Jahr 1949 15,4 Mio DM⁵⁾.

Wie im Jahr 1949, so blieb auch 1950 der Aktienmarkt im Zeichen einer nahezu vollkommenen Stagnation. Die BdL-Statistik⁶⁾ weist für 1950 lediglich einen Emissionsbetrag von 55,4 Mio DM (gegenüber 41,6 Mio DM im Jahr 1949) aus, wovon im Berichtsjahr 51,2 Mio DM abgesetzt wurden⁷⁾. Die Industrieunternehmen waren an der Auflegung mit 42,3 Mio DM⁸⁾ beteiligt. Der größte Teil mit 13,3 Mio DM entfiel auf die Wirtschaftsgruppe "Stahl- und Eisenbau, Maschinen-, Fahrzeug-, Schiffsbau, Feinmechanik, Optik und Elektrotechnik" mit 15,4 Mio DM, gefolgt von der Gruppe "Energiewirtschaft und Versorgungsbetriebe" mit 13,3 Mio DM. - Der Absatz betrug für die Werte dieser Unternehmen 38,3 Mio DM⁹⁾.

Obwohl ab 1950 nach und nach die Börsenumsätze¹⁰⁾ laufend zunahmen, blieb der Gesamtnennbetrag der Aktien Jahre hindurch fast unverändert. Die wenigen Kapitalerhöhungen fielen kaum ins Gewicht.

In den ersten 2 1/2 Jahren nach der Währungsreform (21. Juni 1948 bis 31. Dezember 1950) erreichte die Emission neuer DM-Aktien nur eine Gesamtsumme von 97,5 bzw. 124,7 Mio DM¹¹⁾. - Vergleicht man diese Summe

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1948/49, S. 22

2) nur im Bundesgebiet ohne West-Berlin

3) vgl. Anhang Tabelle 1

4) Bundesgebiet einschließlich West-Berlin

5) vgl. Anhang Tabelle 1

6) vgl. Statistik über die "Auflegung und Absatz festverzinslicher Wertpapiere" im Monatsbericht der BdL vom Oktober 1956, S. 83

7) Bundesrepublik ohne Westberlin

8) vgl. Anhang Tabelle 1, Bundesgebiet einschließlich West-Berlin

9) vgl. Anhang Tabelle 1

10) vgl. Statistische Monatszahlen der Aktienumsätze an sieben Börsen des Bundesgebietes in "Wirtschaft und Statistik"

11) Die "Statistik über Auflegung und Absatz festverzinslicher Wertpapiere und Aktien" im Monatsbericht der BdL vom Oktober 1956 weist 97,5 Mio DM aus (ohne Westberlin), während die Statistik über "Auflegung und Absatz von Aktien, aufgeteilt nach Wirtschaftsgruppen 124,7 Mio DM emittierte Aktien (einschließlich Westberlin) angibt.

mit dem während der gleichen Zeit emittierten Betrag an festverzinslichen Wertpapieren in Höhe von 2,22 Mrd. DM¹⁾, dann erkennt man, welche geringe Bedeutung die Aktie als Finanzierungsinstrument in jenen Jahren besaß.

Zwei Gründe spielten eine wesentliche Rolle, weshalb die Aktie als Kapitalbeschaffungsmittel kaum Verwendung fand: Der erste Grund lag in dem niedrigen Kursstand der Mehrzahl der Aktiengesellschaften.

Der zweite Grund waren die fehlenden oder sehr niedrigen Dividendenausüttungen, die die Aktie zu einer wenig attraktiven Anlageform machten.

b) Fehlende Emissionsreife infolge der Unterpari-Kurse

Eine der Voraussetzungen für die Emission von Aktien ist ein der gesetzlichen Vorschrift entsprechender und für den Erfolg der Emission ausreichend hoher Kursstand der Aktien. - Der Gesetzgeber hat die Unterpari-Emission verboten: § 9 des Aktiengesetzes schreibt vor, daß "für einen geringeren Betrag als den Nennbetrag Aktien nicht ausgegeben werden dürfen"²⁾. Eine Aktiengesellschaft, deren Aktien unter pari notieren, ist deshalb nicht emissionsfähig. Bei einem Kursstand von wenig über 100 ist die betreffende Aktiengesellschaft zwar emissionsfähig, jedoch nicht emissionsreif; denn die Emissionsreife bedingt im allgemeinen einen Kursstand von 120 - 125 %.

Ein Blick auf den Kursstand und die Kursentwicklung der Aktien in den ersten Jahren nach der Währungsreform zeigt, daß die Mehrzahl der Aktiengesellschaften weder die Emissionsfähigkeit noch gar die Emissionsreife erlangt hatten.

Im September 1948 pendelten die Standardaktien der Montanindustrie zwischen 15 und 20 %³⁾. Die Aktien der Vereinigten Stahlwerke z.B. hatten 1949 einen Kurs von 11,5 %; 1950 von 42,5 %; 1951 von 117 %⁴⁾. Die Durchschnittskurse der Aktien insgesamt betrugen zur Zeit der Wiedereröffnung der Börse im Juli 1948 33,56 %.

1) vgl. Statistik über "Auflegung und Absatz festverzinslicher Wertpapiere" im Monatsbericht der BdL vom Oktober 1956, S. 83

2) An den Deutschen Börsen entspricht der Pari-Kursstand einem Kurs von 100

3) vgl. ZfdgK Jg. 1948, Heft 2, S. 77

4) vgl. ZfdgK Jg. 1951, Nr. 2, S. 482

Folgende Übersicht soll den Kursstand und die Entwicklung der Kurse veranschaulichen¹⁾:

Kursdurchschnitt der Aktien 1948 - 1951

Wirtschaftsgruppen	1948		1949		1950		1951	
	31. 7.	31. 12.	30. 6.	31. 12.	30. 6.	31. 12.	30. 6.	31. 12.
Grundstoffindustrien	27, 86	24, 27	22, 42	64, 16	56, 05	61, 32	80, 20	148, 92
Eisen- und Metallbearbeitung	34, 55	34, 51	33, 41	62, 51	62, 35	70, 61	82, 34	109, 41
Sonstige verarbeitende Industrien	43, 52	45, 60	44, 33	72, 33	74, 18	83, 51	94, 87	112, 40
Handel und Verkehr	30, 54	28, 29	28, 80	58, 12	54, 87	56, 08	68, 00	93, 42
Aktien insgesamt	33, 56	32, 30	31, 26	64, 60	61, 39	67, 25	81, 54	120, 66

An der Frankfurter Börse hatten z.B. von 450 gehandelten Industrie-Aktien am 31. Dezember 1949 erst 5,5 %, am 31. März 1950 8,9 %, am 30. Juni 1950 12,0 %, am 29. September 1950 17,6 % und am 29. Dezember 1950 21,3 % der Unternehmen den Paristand erreicht oder überschritten²⁾.

Strathus vertritt die Ansicht, daß den Industriegesellschaften infolge der hohen Selbstfinanzierungsmöglichkeiten wenig daran gelegen hätte, "auf den Gesichtspunkt einer schnellen Wiedergewinnung des Paristandes durch eine eventuell vorzunehmende Zusammenlegung ihres Aktienkapitals zu achten, da ja die Selbstfinanzierung die Neuaufnahme von Aktienkapital entbehrlich machte"³⁾.

Für solche Gesellschaften, die sich Kapital über die Emission von Aktien beschaffen wollten, ergab sich angesichts des niedrigen Kursstandes die dringende

1) Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland, Jg. 1952, S. 328/329

2) H. Strathus "Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Probleme seines Wiederaufbaus", Anhang, Tabelle E, Seite 136 a.o. a.O.

3) s. ebenda S. 16 und 38

Notwendigkeit, ihr Kursniveau aufzubessern. Sie mußten daher bestrebt sein, eine ausreichend hohe Dividende auszuschütten, um damit das Kursniveau auf einen Stand zu heben, der für die Erwerber neuer Aktien eine genügend hohe Anziehungskraft besaß und der andererseits den Unternehmen die Möglichkeit bot, mit Hilfe des Emissionsagios ihre Reserven zu stärken.

Wie sich die Unternehmen bezüglich ihrer Dividendenpolitik bzw. in ihren Ausschüttungen verhielten, wird im folgenden Abschnitt untersucht.

c) Mangelnde Dividendenausschüttungen

Dividendenpolitik und Dividendenausschüttungen der Industrieunternehmen standen in den ersten Jahren nach der Währungsreform weitgehend unter dem Einfluß exogener Faktoren. Zu diesen Faktoren sind zu zählen: die bereits erwähnte Dividendenstoppverordnung¹⁾ und die hohe steuerliche Doppelbelastung der Aktie. - Als endogene Faktoren kommen die Ertragslosigkeit vieler Unternehmen und die Bevorzugung der Selbstfinanzierung in Betracht.

Im folgenden wird die Dividendenentwicklung der ersten vier Jahre nach der Währungsreform aufgezeigt und untersucht, welchen Einfluß sie auf die Aktienfinanzierung ausübte.

aa) Die Bestimmungsgründe der Dividendenentwicklung

Eine eingehende Untersuchung der Bestimmungsgründe der Dividendenentwicklung führt zu dem Ergebnis, daß diese bereits in den Wertansätzen der DM-Eröffnungsbilanzen enthalten sind; denn die in dieser Bilanz - die Handels- und Steuerbilanz zugleich war - angesetzten Werte waren bestimmend für den auszuweisenden und auszuschüttenden Gewinn. Der Ansatz niedriger Anlagewerte bedeutete niedrige Abschreibungen und dadurch einen hohen Gewinn²⁾, der der damaligen hohen Ertragsbesteuerung unterlag. Eine hohe Anlagebewertung ermöglichte hohe Abschreibungen und wirkte dadurch gewinnmindernd. In diesem Fall fielen zwar weniger Ertragssteuern an, doch war eine höhere Lastenausgleichsabgabe zu entrichten. Bei beiden Bewertungsmethoden behinderte somit die hohe Steuerbelastung die Ausschüttungsfähigkeit der Gesellschaften. Infolgedessen blieben die Dividenden der meisten Unternehmen auf ein Minimum beschränkt oder sie unterblieben ganz.

1) vgl. Kapitel A, III, 5 im Teil I.

2) Sofern die Voraussetzungen hinsichtlich der Ertragslage gegeben waren.

Angesichts der hohen Doppelbelastung der Aktie fühlten sich viele Gesellschaften veranlaßt, den erwirtschafteten Gewinn anstelle von Dividendenausschüttungen den Aktionären in Form eines erhöhten Unternehmungswertes zugute kommen zu lassen, indem sie den Gewinn im Betrieb investierten. Diese Selbstfinanzierung auf Kosten der Ausschüttungen wurde von den Unternehmensleitungen mit dem Hinweis begründet, daß die Dividendenausschüttungen doch zum größten Teil weggesteuert worden wären. Hinzugefügt werden muß, daß unter den gegebenen Umständen (hohe Besteuerung, hohe Konsumneigung und geringer Anreiz zum Effektensparen) eine Rückleitung der Ausschüttungen auf den Aktienmarkt, wie sie früher üblich war, nicht zu erwarten war. Im Falle einer hohen Ausschüttung hätten daher den Unternehmen die zur Investitionsfinanzierung nötigen Mittel gefehlt, da ihnen infolge der Funktionsunfähigkeit des Kapitalmarktes die Finanzierung über die Effektenemission versperrt war.

In Anbetracht dieser Situation lagen deshalb niedrige Dividendenausschüttungen nicht nur im Interesse der Unternehmungen, sondern letztlich auch im Interesse der Aktionäre. Durch die Möglichkeit der Selbstfinanzierung konnten die Unternehmen wieder eine Ertragskraft erlangen, die in den folgenden Jahren bei einer Minderung der steuerlichen Belastung der Aktie höhere Ausschüttungen ermöglichte.

bb) Die Dividentenentwicklung in Zahlen

Um einen Überblick über die zahlenmäßige Entwicklung der Ausschüttungen zu geben, werden im folgenden die Durchschnittswerte der Dividenden in den ersten vier Jahren nach der Währungsreform angegeben:

Im Geschäftsjahr 1948/49 ergab sich für die gewinnausschüttenden Gesellschaften (534 mit 2.721,7 Mio DM Grundkapital) eine Durchschnittsdividende von 5,53 % für die Stammaktien und von 6,20 % für die Vorzugsaktien. Auf die Gesamtheit des dividendenberechtigten Kapitals (9.185,4 Mio DM) der erfaßten Gesellschaften bezogen, macht die Dividende 1,6 % aus¹⁾.

Ende des Jahres 1951 belief sich nach Ermittlungen des Statistischen Bundesamtes der Dividendendurchschnitt von 610 zur Börse zugelassenen Aktien mit

1) "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1952, S. 465

"Die Jahresabschlüsse 1948/49 der Akt.Ges."

6,1 Mrd. DM Grundkapital auf 2,49 %¹⁾; der durchschnittliche Dividendensatz (bezogen auf das Kapital nur der Dividende zahlenden Gesellschaften = 1897 Aktiengesellschaften) betrug 4,8 %²⁾.

Das Geschäftsjahr 1952 war im Hinblick auf die Dividendenausschüttungen von einer uneinheitlichen Entwicklung gekennzeichnet. Die zum Teil gebesserte Ertragslage der Gesellschaften schlug sich jedoch nicht immer in erhöhten Dividenden nieder, da die hohe Besteuerung der Gewinne der vielfach vorhandenen Bereitschaft zu höheren Ausschüttungen hindernd im Wege stand. Zwar war ein allmählicher, aber stetiger Anstieg der Dividendenausschüttungen festzustellen; doch kam es auch vereinzelt zu Dividendenherabsetzungen und sogar zu Dividendenausfällen bei solchen Gesellschaften, die im vorausgegangenen Jahr eine Ausschüttung vorgenommen hatten³⁾. Der Dividendendurchschnitt von 610 zur Börse zugelassenen Aktien mit 6,1 Mrd. DM Grundkapital betrug Ende 1952 3,46 %⁴⁾, "der durchschnittliche Dividendensatz (bezogen auf das Kapital nur der Dividende zahlenden Gesellschaften) hatte sich von 4,8 % für 1951 auf 5 % für 1952 gehoben"⁵⁾.

Aufschluß über die Dividendenausschüttungen der Aktiengesellschaften und ihrer Kursbewertung gibt die nachstehende Statistik, das Ergebnis einer Untersuchung von 308 Aktiengesellschaften aller Branchen⁶⁾:

Dividendenausschüttung im Jahr 1951⁷⁾

Dividende	Zahl der Gesellschaften	Aktienkapital Mio DM	Kurs- durch- schnitt	Ausgeschüttete Gewinne in Mio DM
6 %	67 (22 %)	814,24 (19 %)	128,0 %	48,8
5 %	47 (15 %)	1009,32 (23 %)	107,0 %	50,5
4 %	49 (16 %)	1142,65 (27 %)	98,5 %	45,5
3 %	11 (4 %)	121,13 (3 %)	98,0 %	3,6
0 %	134 (43 %)	1183,09 (28 %)	84,0 %	-
3,5 %	308 (100 %)	4270,43 (100 %)	103,0 %	148,4

- 1) "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1953, S. 425 "Die Dividenden der Aktienges."
- 2) "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1954, S. 389, "Die Dividenden der Aktiengesellschaften für die Geschäftsjahre 1952 und 1953"
- 3) vgl. "Der Volkswirt", Jg. 1953, Nr. 51/52, S. 62
- 4) vgl. "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1953, S. 425
- 5) vgl. "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1954, S. 389
- 6) vgl. "Industriekurier", Jg. 1952, Nr. 163, S. 4
- 7) In die Untersuchung wurden 308 Gesellschaften aller Branchen einbezogen, deren Aktien an der Börse notierten.

Aus der Zusammenstellung geht hervor, daß der größte Teil der Unternehmen keine Dividende ausgeschüttet hat. Der Tatbestand, daß die Zahl der Gesellschaften mit einer 5 %igen Dividende wesentlich geringer ist, ihr Grundkapital jedoch beträchtlich höher ist als das der Gesellschaften mit einer 6 %igen Dividende, läßt den Schluß zu, daß kleinere Unternehmen eher in der Lage waren, höhere Dividenden zu zahlen.

Was den Zusammenhang zwischen Kursen und Renditen anbetrifft, so ist festzustellen, daß die dividendenlosen Werte weit unter pari lagen. Für jene Gesellschaften bestand somit keine Emissionsmöglichkeit.

Als Durchschnittsrendite (gesamtes Kapital : ausgeschüttete Beträge) ergibt sich ein Bruttowert von 3,5 %, der nach Abzug der Kapitalertragsteuer (25 %) einen Nettoertrag von 2,6 % übrig läßt. Für die festverzinslichen Wertpapiere errechnete sich eine Realverzinsung zwischen 4,8 % und 5,6 %¹⁾. Gegenüber den anderen Effekten war folglich die Rendite der Aktie völlig unzulänglich, um einen Anreiz als Geldkapitalanlage auszuüben.

Bis zur Aufhebung des Dividendenstopps im Jahre 1952 war es deshalb den meisten Gesellschaften unmöglich, das dringend benötigte Eigenkapital durch Ausgabe junger Aktien an der Börse zu beschaffen; denn bei der vergleichsweise höheren Rendite der festverzinslichen Werte war an eine breitgelagerte Unterbringung von Aktien nicht zu denken.

cc) Die Notwendigkeit einer angemessenen Dividende

Lange Zeit stand die Dividendenpolitik im Zeichen einer "Restriktion", d.h. die Dividenden wurden niedriger festgesetzt als es nach der Höhe des Gewinns möglich gewesen wäre. Solange jedoch die Dividenden der wahren Ertragslage der Unternehmen nicht entsprachen, vermochte die Aktie auch keinen Anreiz als Geldkapitalanlage auszuüben. Der Tatbestand, daß Aktiengesellschaften Erwerbsunternehmen sind mit dem Zweck, ihren Eigentümern, den Aktionären, einen Gewinn zu erwirtschaften, schien in Vergessenheit geraten zu sein.

Sollte aber der Aktienmarkt wieder einen Aufschwung nehmen, so war eine angemessene Dividende von großer Bedeutung; denn auf lange Sicht mußte das Sachwertdenken, das den Aufwärtstrend am Aktienmarkt bewirkte und in der Bevorzugung der Sachwertanlage zum Ausdruck kam, einem Renditen-

1) vgl. "Deutsche Zeitung und Wirtschaftszeitung", Jg. 1953, Nr. 12, S. 4

denken weichen. Die Ausschüttung von Dividenden ist nicht nur für den Aktionär als Einkunftsquelle von Bedeutung, sondern sie ist im Hinblick auf die Finanzierung Voraussetzung für die Aufnahme von Geldkapital durch die Unternehmen. Durch hohe Dividendenausschüttungen bewegen die Gesellschaften nicht nur ihre alten Aktionäre im Falle einer Kapitalerhöhung zur teilweisen Reinvestition ihrer Dividende, sondern sie veranlassen auch potentielle Kapitalgeber zur Anlage ihrer Geldmittel in Aktien.

d) Trotz Kursbelebung keine Fortschritte am Aktienmarkt

In den Jahren von der Währungsreform bis Ende 1950 war der Aktienmarkt gegenüber den anderen Finanzierungsmärkten völlig ins Hintertreffen geraten. Erst das Jahr 1952 brachte gewisse Fortschritte in der Richtung auf eine allmähliche Normalisierung der Börsengeschäfte. Insbesondere die fortschreitende Abwicklung der Wertpapierbereinigung, die Veröffentlichung der ersten DM-Eröffnungsbilanzen und der Umstellungsverhältnisse sowie die besseren Ertragsverhältnisse der Industrieunternehmen, führten zu einem spürbaren Auftrieb am Aktienmarkt. "Die Kurse der an den Börsen gehandelten Aktien stiegen außergewöhnlich stark, und zwar im Durchschnitt um fast 80 % ihres Standes von Ende 1950"¹⁾. Bei der herrschenden Marktenge mußte eine größere Nachfrage zwangsläufig zu einem starken Kursanstieg führen. Indessen waren diese Kurserhöhungen - abgesehen von einigen Übersteigerungen - in den meisten Fällen eine Korrektur in Form einer Anpassung der Aktienkurse an die allgemein günstige wirtschaftliche Entwicklung: Die Kurse folgten der Aufwärtsentwicklung der Industrieunternehmen. Am stärksten war der Anstieg bei den Aktien der Grundstoffindustrien, die bis zum Herbst 1949 am tiefsten gestanden hatten²⁾. Mit der Überschreitung der Parigrenze einer ganzen Reihe von Aktienwerten wuchsen die Gesellschaften in die Emissionsreife hinein. Trotz der für die Aktie günstigen Marktlage³⁾ fand die Aktie als Finanzierungsinstrument nicht in dem erwarteten Ausmaß Verwendung. Der Grund, weshalb die Industrieunternehmen so wenig Gebrauch von ihr machten, lag vor allem in der hohen Steuerbelastung, die die Industrieunternehmen trotz guter Absatzchancen für Aktien zur Selbstfinanzierung und zur Finanzierung mit Hilfe von Bankkrediten veranlaßte. Doch lag das Ergebnis der Auflegung neuer Aktien im Jahre

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1951, S. 40

2) ebenda

3) Das Verhältnis von Auflegung und Absatz der festverzinslichen Papiere, insbesondere bei den Industrieobligationen, war weitaus schlechter als bei den Aktien, die nahezu vollständig untergebracht werden konnten.

1951 mit einem Betrag von 173,8 Mio DM beträchtlich über dem des Vorjahres (1950 = 55,4 Mio DM)¹⁾. Die Industrieunternehmen waren an der Auflegungssumme mit 104,9 Mio DM (einschließlich Westberlin) beteiligt. Davon entfiel die Hälfte (57,2 Mio DM) auf die Gruppe "Energiewirtschaft und Versorgungsbetriebe". Die nächstfolgende Gruppe war das "sonstige verarbeitende Gewerbe" (Feinkeramik, Glas, Holz, Papier, Leder, Textil u. a.) mit 20,2 Mio DM.

Der Absatz in den Industriewerten belief sich auf 99,5 Mio DM²⁾.

2. Die Ursachen der Funktionsunfähigkeit des Aktienmarktes

a) Die hohe Besteuerung der Aktie

aa) Die Besteuerung der Aktie von der Währungsreform bis zur Kleinen Steuerreform

Im Kapitel "Die steuerliche Diskriminierung der Aktie"³⁾ wurde bereits auf die verhängnisvolle Rolle der Steuerpolitik hingewiesen. Die Untersuchung führte zu dem Ergebnis, daß der Aktienmarkt nicht nur unter der übersteigerten Progression der Einkommensteuer litt, die zu einer Schwächung der Kapitalbildungskraft der an der Aktie interessierten Sparerschichten führte, sondern daß die Aktienfinanzierung auch durch die ebenfalls hohen Körperschaftsteuersätze in Verbindung mit einer Reihe zusätzlicher Steuern benachteiligt wurde.

Im folgenden werden die einzelnen Auswirkungen dieser steuerlichen Diskriminierung auf die Unternehmungsfinanzierung an Hand einiger Beispiele untersucht.

In einer Abhandlung über die Betriebssteuern⁴⁾ führt Boettcher aus:

"Bei einer Aktiengesellschaft, die 10 % ihres Grundkapitals verdient, werden - bei einem 60 %igen Körperschaftsteuersatz - 6 % dieses 10 %-Gewinns für die Körperschaftsteuer in Anspruch genommen. Hinzu kommen 4 % des Grund-

1) vgl. Monatsbericht der BdL November 1956, S. 83 Statistik über Auflegung und Absatz von Wertpapieren (ohne Westberlin).

2) vgl. Statistik im Anhang, Tabelle 1

3) Teil I, Kap. A, III, 1, a.

4) Carl Boettcher "Zur Betriebssteuer" in "Steuer und Wirtschaft", Jg. 1951, S. 418

kapitals für den Lastenausgleich, die Gewerbesteuer und das Notopfer Berlin. Die Gesellschaft ist deshalb nicht in der Lage, eine Dividende auszuschütten. ... Bei einem Gewinn von 20 % des Grundkapitals ergibt sich eine verteilbare Dividende von 3 %, bei 30 % Gewinn von 5 % bis 6 %. Ausschüttungsfähig ist aber eine Gesellschaft nur, wenn sie keinen dringenden Bedarf an Eigenfinanzierung hat". Unter diesen Umständen, so folgert Boettcher, könnte es keinen Kapitalmarkt in Aktien geben.

Dazu kommt die nochmalige steuerliche Belastung der Aktie durch die Kapitalertragsteuer. Da die Aktionäre die Dividende als Einkommen mit unterschiedlichen Sätzen je nach ihren Steuerstufen und Steuergruppen versteuern müssen¹⁾, ergibt sich für die Gesamtbelastung der Gesellschaft und des Aktionärs (in drei verschiedenen Einkommenstufen) folgendes Bild²⁾:

Jahreseinkommen des Aktionärs	Est-Spitzenbe- lastung beim Empfänger	Ges. Belastg. incl. Doppel- besteuerung des Brutto- gewinns	Es verbleiben als Net- toertrag für d. Aktionär v. Bruttogewinn der Gesellschaft
DM	%	%	%
9 - 12.000	42,84	81,98	18,02
27 - 36.000	50,96	84,54	15,46
100 - 130.000	70,66 ⁺)	90,75	9,25

+) In den Belastungen sind das Notopfer Berlin und die Kirchensteuer, die den Nettoertrag noch weiter vermindern, nicht eingerechnet.

1) Die Kapitalertragsteuer beträgt nach § 44 EStG für alle im § 43 EStG erwähnten Zinsen und Gewinnanteile usw. einheitlich 25 % und ist vom Schuldner (Kapitalgesellschaft) einzubehalten. Bei der ESt-Veranlagung des Gläubigers werden diese Einkünfte als Einkünfte aus Kapitalvermögen nochmals erfaßt, wobei jedoch die einbehaltene Kapitalertragsteuer auf die Steuerschuld angerechnet wird. Infolge der hohen Progression des Steuertarifs entfällt bei hohem Einkommen eine wesentlich höhere Steuer als 25 % auf die Zinseinkünfte.

2) vgl. ZfdgK, Jg. 1954, Nr. 1, S. 26

Die Zahlenübersicht zeigt, daß durch die hohe Steuerbelastung der Einkommen kein Anreiz zur Aktienanlage gegeben war. -

Das Kapitalmarktförderungsgesetz brachte eine weitere steuerliche Benachteiligung der Aktie. Die Benachteiligung bestand in der steuerlichen Begünstigung der Kapitalansammlung (§ 10 EStG) und der steuerlichen Begünstigung des Kapitalertrages (Zinssteuerfreiheit) der festverzinslichen Papiere der öffentlichen Hand, während der Aktie keine Vergünstigung eingeräumt wurde. Dadurch ergab sich folgendes Mißverhältnis: Bei einer Anlage in Werten der öffentlichen Hand wird durch das Zusammenwirken von Kapitalansammlungsvertrag und Kuponsteuer innerhalb von drei Jahren eine einkommensteuerfreie Nettoverzinsung von ungefähr 17 % je Jahr erzielt, bei einer Anlage in Industrie-Obligationen dagegen nur eine Verzinsung von 6 % und bei einer Anlage in Aktien nur etwa 3 %¹⁾.

Wollte eine Aktiengesellschaft ihren Aktionären eine der nominellen Verzinsung der Staatsanleihen entsprechende Netto-Dividende gewähren, so mußte sie - bei Unterstellung des Paristandes ihrer Aktien, einer rund 75 %igen Ertragsbesteuerung (60 % Körperschaftsteuer, Gewerbeertragsteuer, Lastenausgleich-Abgabe und Notopfer Berlin) und einer Einkommensbesteuerung ihrer

1) Kurt Forberg: "Für volle Gleichberechtigung auch auf dem Kapitalmarkt", "Die Welt", Jg. 1954, Nr. 79, Beilage S. 1

Aktionäre von 50 % - die Hälfte ihres Grundkapitals erwirtschaften¹⁾. - Ertrag und steuerliche Belastung der Aktie standen somit nicht mehr in einem ange-

1) Zur Erläuterung diene ein vereinfachtes Beispiel:

Grundkapital der AG = 100 Mio DM; Körperschaftsteuerpflichtiger Gewinn 50 Mio DM.

	<u>DM (Mio)</u>	<u>DM (Mio)</u>
Gewinn:	50	
Steuer-		
abzüge:	30, --	(60 % Körperschaftsteuer, auch auf ausgeschütteten Gewinn)
	2, 50	Gewerbeertragsteuer (unter der Voraussetzung, daß Gew.-Ertrag gleich betrieblichem Steuergewinn, multipliziert mit Steuermeßzahl für jur. Personen von 5 % = Steuermeßbetrag des Gewerbeertrags.
	2, 50	Anteilige LA-Abgabe (4 % jährlich auf die Hälfte des Eigenkapitals hier 120 angenommen)
	2, --	Notopfer Berlin (3, 75 % für Körperschaften auf KStpfl. Gewinn)
	<u>37, --</u>	<u>(= 74 % des Gewinns)</u>
	=====	

Nach Abzug der Steuern bei der Gesellschaft in Höhe von 37, -- Mio DM verbleiben zur Ausschüttung 13, -- Mio DM (= 26 % des Gewinns). Der an den Aktionär ausgeschüttete Betrag wird nochmals besteuert:

	<u>DM (Mio)</u>	<u>DM (Mio)</u>
Brutto-		
Dividende	13, --	
Steuerabzüge		
beim Aktionär	6, 50	Einkommensteuer bei 50 %iger Belastung (Progression)
	-, 65	Kirchensteuer (10 % der gez. ESt.)
	-, 50	Anteiliges Notopfer Berlin
		(DM (Mio) 13 x 3, 75 %)
	<u>7, 65</u>	<u>= rd. 7, 50 Mio DM (= 58 % der Divid.)</u>
	=====	=====
Steuerliche Belastung der Gesellschaft:		<u>DM (Mio)</u>
		37, 00
Steuerliche Belastung des Aktionärs:		<u>7, 50</u>
Steuerliche Gesamtbelastung:		<u>44, 50</u>
		=====

Es verbleibt demnach vom Gewinn der Gesellschaft in Höhe von 50, -- Mio DM dem Aktionär lediglich ein Netto-Ertrag von 5, 50 Mio DM = 11 % des Gesamtgewinns.

messenen Verhältnis¹⁾.

Die prohibitive Besteuerung der Gesellschaften verhinderte einen Gewinn, der eine angemessene Verzinsung der Aktie zugelassen hätte. Selbst bei günstigen Ertragsverhältnissen mancher Unternehmen unterblieben höhere Ausschüttungen. Die Gewinne wurden nicht oder nur zu einem geringen Teil ausgeschüttet; sie wurden vielmehr im Wege der Selbstfinanzierung investiert. Insofern förderte die steuerliche Diskriminierung der Aktie die Selbstfinanzierung und schwächte dadurch den Kapitalmarkt.

Infolge der hohen Besteuerung wurde die Beschaffung neuen Kapitals durch Aktienemissionen so kostspielig, daß die meisten Unternehmen von diesem Finanzierungsinstrument keinen Gebrauch machen konnten und wollten. Außer der Selbstfinanzierung brachten sie ihre Investitionsmittel durch Inanspruchnahme kurzfristiger Bankkredite oder durch Begebung von Obligationen auf, da ihnen diese Kapitalbeschaffung gegenüber der Aktienfinanzierung nur einen Teil an Kosten verursachte.

Angesichts dieser Situation wurde von seiten der Industrie und der Banken eine steuerliche Entlastung der Aktie gefordert²⁾. Auch die BdL spricht sich in ihrem Geschäftsbericht³⁾ für eine "Minderung der Steuerlast" und die Abschaffung der speziellen Steuerbegünstigungen (Kapitalansammlungsverträge) aus; denn eine "grundlegende Steuersenkung sei geradezu der Angelpunkt für eine vernünftige

1) Nach einem Bericht der Metallgesellschaft (vgl. ZfdgK, Jg. 1953, Nr. 15, S. 466) hat bei diesem Unternehmen der Dividendenbetrag um die Jahrhundertwende das 7,2-fache der ausgewiesenen Steuer ausgemacht und noch 1929 das 1,9-fache, während im Jahre 1952 umgekehrt die Steuern das 5-fache der ausgeschütteten Dividende betrugen (1953 = 4,6-fache). -- Noch weit bemerkenswerter ist das Verhältnis von Steuern und Dividende bei Daimler-Benz AG. Hier belief sich 1952 die 6 %ige Stammaktien-Dividende auf 4,32 Mio DM, die Steuern erforderten 76,8 Mio DM, darunter 51,9 Mio DM ertragsabhängige Steuern.

2) U. a. wurde vorgeschlagen, bestimmte den Kapitalmarkt und den Kapitalverkehr hemmende Steuern wie die Börsenumsatzsteuer, die Gesellschaftsteuer und die Wertpapiersteuer abzuschaffen.

3) Geschäftsbericht der BdL, Jg. 1952, S. 21

Ordnung des Kapitalmarktes und das leidige Problem der Doppelbesteuerung der Aktie sei dann viel weniger gravierend als bei der jetzigen Höhe der Einkommen- und Körperschaftsteuer¹⁾. Die Voraussetzung für eine stärkere Aktienfinanzierung konnte somit nur durch einen Abbau der steuerlichen Belastung der Aktie geschaffen werden.

bb) Die Besteuerung der Aktie von der Kleinen Steuerreform bis zur Großen Steuerreform

Die erste Bresche in die steuerliche Überbelastung wurde im Rahmen des "Gesetzes zur Änderung steuerlicher Vorschriften und zur Sicherung der Haushaltsführung" vom 24. Juni 1953²⁾ geschlagen. Der neu gefaßte § 19, Abs. II des Körperschaftsteuergesetzes bestimmt, daß sich die Körperschaftsteuer bei unbeschränkt steuerpflichtigen Kapitalgesellschaften für die berücksichtigungsfähigen Ausschüttungen von 60 % auf 30 % des Einkommens ermäßigt³⁾. Durch diese Halbierung des Körperschaftsteuersatzes für den ausgeschütteten Gewinn waren die Gesellschaften - bei Verwendung des Gesamtgewinns nur für die Körperschaftsteuerzahlung und Dividendenausschüttung⁴⁾ - in der Lage, eine um $42,85 \% = 3/7$ höhere Dividende auszuschütten⁵⁾. Danach konnten statt bisher

4 %	jetzt	5,71 %
5 %	"	7,14 %
6 %	"	8,57 %
7 %	"	10,00 %
8 %	"	11,42 %

Dividende gezahlt werden⁵⁾.

Eine volle Ausnutzung dieses Steuervorteils kam jedoch für die Gesellschaften nicht in Betracht, da im allgemeinen nicht der gesamte ausschüttungsfähige Gewinn zur Dividendenzahlung gelangt (ein Teil wird z.B. für die Aufstockung der gesetzlichen bzw. der freien Rücklage verwendet). Infolgedessen waren die Ausschüttungen in der Regel nur um 1 - 2 % höher als zuvor. Lediglich Gesellschaften mit hohem steuerlichem Gewinn schütteten eine der Steuerersparnis entsprechende Dividende aus.

1) Geschäftsbericht der BdL, Jg. 1953, S. 23

2) vgl. BGBl. I vom 24. Juni 1953, S. 413

3) vgl. Deutsche Steuergesetze, Körperschaftsteuer § 19

4) "Steuer und Wirtschaft", Jg. 1953, S. 534

5) vgl. "Die Börse 1953", Berliner Bank A.G., S. 22

Aus einer im "Industriekurier"¹⁾ veröffentlichten Berechnung der Steuerbelastung des Bruttogewinns von Aktiengesellschaften in Verbindung mit einer Dividendenausschüttung geht hervor, daß die steuerliche Gesamtbelastung durch Gewinnsteuern nach der Kleinen Steuerreform rd. 70 % beträgt, wenn kein Gewinn ausgeschüttet wird. Bei einer Gewinnausschüttung beträgt die steuerliche Belastung rd. 55 %. Beabsichtigte also eine Gesellschaft die Ausschüttung einer Dividende, so mußte sie bei der Berechnung der Bruttodividende von einer 55 %igen Belastung ausgehen.

Während sich die steuerliche Ausschüttungsbegünstigung im Jahre 1953 noch nicht voll auswirken konnte, fand sie im Jahre 1954 bei sehr vielen Unternehmen ihren Niederschlag in höheren Dividenden.

Ohne Zweifel haben nicht nur die besseren Ertragsverhältnisse, sondern vor allem die steuerliche Entlastung eine ganze Reihe von Unternehmen zu höheren Ausschüttungen veranlaßt. Trotzdem reichte die Senkung des Körperschaftsteuersatzes nicht dazu aus, um für die Aktien die gleichen Wettbewerbsbedingungen zu schaffen wie für die festverzinslichen Staatspapiere. Die Aktie blieb gegenüber diesen Papieren immer noch im Hintertreffen. Nach Berechnungen des Bundesverbandes des privaten Bankgewerbes lag der Nettoertrag einer 8 %igen Dividende, je nach der Einkommensteuerprogression des Aktionärs, zwischen 4, 6 und 1, 2 %²⁾.

Insgesamt gesehen brachte die Kleine Steuerreform eine fühlbare Entlastung der Aktie und gab damit der Aktienfinanzierung neue Impulse:

Die Umsätze in Aktien an den Effektenbörsen stiegen. Der Kursdurchschnitt von 462 börsennotierten Aktien, der 1953 noch 87, 67 % betrug, stieg bis Ende 1954 auf fast 151 %³⁾. Eine große Anzahl von Gesellschaften erlangte wieder die Emissionsreife, wodurch eine wesentliche Voraussetzung für die Emission junger Aktien geschaffen war. Da sich auch die Nachfragesituation gebessert hatte, bestanden gute Chancen, Aktienemissionen auf breiter Basis unterzubringen.

1) "Industriekurier", Jg. 1953, Nr. 182, S. 5

2) "Industriekurier", Jg. 1954, Nr. 28, S. 2. Von 8 % Dividende verbleiben nach Abzug der Ertragsteuern beim Aktionär im Falle eines Einkommens von 8.000 - 12.000 DM 4, 63 %, von 30.000 - 45.000 DM 3, 80 % und von 220.000 DM an 1, 20 %.

3) vgl. "Kursdurchschnitt ausgewählter Aktien 1950 bis 1954" in "Statistisches Jahrbuch 1955", S. 366

Doch kommt der Kleinen Steuerreform keineswegs das volle Verdienst um den sich im Jahre 1953 anbahnenden und im Jahre 1954 zum Durchbruch kommenden Wiederaufschwung des Aktienmarktes zu. Ein nicht geringer Anteil ist der sehr günstigen allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung zuzuschreiben.

Erwähnenswert ist, daß bei der Kleinen Steuerreform die Schachteldividende, d. h. der Teil des Gewinns, der an eine mindestens 25 % an dem Grund- oder Stammkapital beteiligte andere Gesellschaft zur Verteilung gelangt, nicht in den Vorzugssteuersatz von 30 % für die Ausschüttungen einbezogen wurde¹⁾. Die durch die Tarifsenkung für die ausgeschütteten Beträge erreichte Steuerersparnis kam deshalb den Schachtelbeteiligten nicht zugute. Von diesem Ausschluß der Begünstigung waren aber nicht allein die schachtelprivilegierten Gesellschaften betroffen; auch die neben den Schachtelbeteiligten bestehenden freien Aktionäre bekamen diese Benachteiligung in Form niedriger Dividenden zu spüren. Es wurde deshalb eine Änderung dieser ungerechtfertigten Einschränkung der Begünstigung in Form einer steuerlichen Gleichstellung mit den übrigen Gesellschaften verlangt.

cc) Die Besteuerung der Aktie nach der Großen Steuerreform

Die Tarifsenkung bei der Einkommen- und Körperschaftsteuer im Rahmen der Kleinen Steuerreform wurde in Wirtschaftskreisen als ungenügend bezeichnet. Von der angekündigten "Großen Steuerreform" wurden deshalb ausreichend große Tarifsenkungen erwartet, die wirksame Impulse zur Förderung der wirtschaftlichen Expansion vermitteln sollten. Diese Hoffnung wurde jedoch nur zum Teil erfüllt.

Durch das "Gesetz zur Neuordnung der Steuern" vom 16. Dezember 1954,²⁾ das die anspruchsvolle Bezeichnung "Große Steuerreform" trägt, wurde der allgemeine Körperschaftsteuersatz von 60 % auf 45 % ermäßigt³⁾. Der Vorzugsatz auf den ausgeschütteten Gewinn wurde unverändert auf 30 % belassen⁴⁾. Beide Bestimmungen, die Senkung des allgemeinen Steuersatzes und die Beibehaltung des Sondersatzes für Ausschüttungen, brachten eine weitere steuerliche Entlastung der Aktie und ihrer Verzinsung. Trotzdem kann wiederum nur von einer Milderung gesprochen werden, denn die Aktie blieb auch weiterhin

1) vgl. Gesetz zur Änderung steuerlicher Vorschriften und zur Sicherung der Haushaltsführung vom 24. Juni 1953, BGBl I, S. 419, Artikel 5, Ziff. 1, Abs. 6

2) vgl. BGBl. I, S. 373 ff.

3) § 19 Abs. 1 KStG in der Fassung vom 16. 12. 1954

4) § 19 Abs. 3 KStG in der Fassung vom 16. 12. 1954

für die Gesellschaften ein vergleichsweise teureres Finanzierungsinstrument.

Berücksichtigt man sämtliche Ertragsteuern und die Lastenausgleichsabgabe, so mußten immer noch 25,1 % des Nominalkapitals (nach der Kleinen Steuerreform 29,5 %) brutto verdient werden, um eine 6 %ige Dividende ausschütten zu können¹⁾.

Die Steuerbelastung insgesamt beanspruchte damit immer noch einen Betrag von über 70 % des Bruttoertrages einer Aktiengesellschaft.

Der in der Diskussion um die Steuerreform unterbreitete Vorschlag, den Satz für den ausgeschütteten Gewinn nochmals zu reduzieren (von 30 % auf 20 %) wurde nicht realisiert. Mit dieser Maßnahme, so wurde von den Befürwortern dieses Vorschlages argumentiert, könnte die Dividendenpolitik wirkungsvoller beeinflußt werden; denn in sehr vielen Fällen würden sich die Unternehmen bei einer Senkung des allgemeinen Körperschaftsteuersatzes eher für eine erweiterte Selbstfinanzierung als für höhere Ausschüttungen entscheiden. Die Dividendenbeschlüsse des Geschäftsjahres 1955 widerlegten jedoch diese Befürchtungen: Bei nahezu allen Gesellschaften erfolgten höhere Ausschüttungen²⁾.

Unter dem Gesichtspunkt der Förderung des Kapitalmarktes brachte die Große Steuerreform weitere Erleichterungen für die Kapitalbildung. An erster Stelle ist die beachtliche Senkung des Einkommensteuerspitzensatzes von 70 % auf einen Plafond von 55 %³⁾ zu nennen. Dadurch wurde die Sparfähigkeit der Bezieher höherer Einkommen gestärkt und die Möglichkeit der Anlage dieser Spargelder in Effekten verbessert.

Eine Änderung erfuhr auch der § 23 EStG, der die Spekulationssteuer⁴⁾ betrifft. Die bis dahin geltende 12-Monats-Sperrfrist wurde auf die früher übliche 3-Monatsfrist verkürzt⁵⁾.

1) vgl. "Der Volkswirt", Jg. 1954, Nr. 52, S. 56

2) vgl. das Kapitel "Die zunehmende Dividendenfreudigkeit", II. Teil, B, IV, 2, c.

3) vgl. die Jahres-Einkommensteuer-Tabelle des EStG in der Fassung vom 16. Dezember 1954

4) Als Spekulationsgeschäfte gelten alle Veräußerungsgewinne aus nicht betrieblichen (privaten) Wertpapieren, wenn der Zeitraum zwischen Anschaffung und Veräußerung nicht mehr als ein Jahr beträgt und der aus Spekulationsgeschäften erzielte Gesamtgewinn mindestens DM 1.000,- beträgt.

5) vgl. § 23, Abs. I EStG in der Fassung vom 16. Dezember 1954

Anlaß zur Herabsetzung der Frist von 12 auf 3 Monate war das Bestreben, die Umsatztätigkeit am Aktienmarkt wieder zu beleben und auf diese Weise eine Marktverbreiterung herbeizuführen. Denn die mangelnde Verkaufsbereitschaft beruhte nicht selten auf steuerlichen Überlegungen, nämlich der Vermeidung der Spekulationssteuer. - Im Gegensatz dazu zählen Veräußerungsgewinne bei Zugehörigkeit des Wertpapiers zum Betriebsvermögen stets zu den steuerlichen Einkünften. In manchen Fällen ergab sich folgende Situation: Wollte ein Industrieunternehmen zur Verbesserung seiner Liquidität in seinem Besitz befindliche Aktien eines anderen Unternehmens verkaufen, so unterlag der durch die niedrige Bewertung zum Steuerekurs in der DM-Eröffnungsbilanz entstandene hohe Buchgewinn der gleichen Besteuerung wie ein betrieblicher Ertrag. Wollte das Unternehmen den Erlös zur Finanzierung von Investitionen verwenden, so verblieb ihm nach Abzug der Steuern nur noch ein kleiner Rest für dieses Vorhaben. Infolge dieser Behandlung der Veräußerungsgewinne waren viele Unternehmen an einem Verkauf ihrer Aktien nicht interessiert, und manches Unternehmen wurde davon abgehalten, Aktien als Liquiditätsreserve zu erwerben.

Eine weitere Änderung der Großen Steuerreform bezog sich auf die Ausschüttungen von Schachtelgesellschaften. Im Gegensatz zu der Regelung der Kleinen Steuerreform wurden nunmehr auch schachtelbegünstigte Gewinnausschüttungen in den Kreis der berücksichtigungsfähigen Ausschüttungen einbezogen. Allerdings unterlagen die auf Grund des Schachtelprivilegs steuerfrei bleibenden Gewinnanteile, die bei der ausschüttenden Gesellschaft berücksichtigungsfähige Ausschüttungen sind, einer besonderen Körperschaftsteuer, der sog. "Nachsteuer" und zwar in Höhe von 15 % der Gewinnanteile. Durch die Nacherhebung bei der Schachteldividende beziehenden Gesellschaft sollte die Differenz zum normalen Steuersatz (45 %) wieder ausgeglichen werden¹⁾.

Die steuerliche Gleichstellung der Aktie mit den bevorzugten Emissionen der öffentlichen Hand und der Realkreditinstitute wurde durch die Große Steuerreform nicht verwirklicht.

Der vorgesehene völlige Abbau der Begünstigungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes fand nicht statt; denn die Begünstigungen blieben teilweise in beschränkter und befristeter Form bestehen. So wurde z. B. die Begünstigung von Kapitalansammlungsverträgen beibehalten, jedoch unter der Bedingung, daß die Sparbeträge statt bisher drei nunmehr zehn Jahre festgelegt werden muß-

1) vgl. § 9 Abs. 1 - 3, KStG in der Fassung vom 16. Dezember 1954

ten¹⁾.

Insgesamt gesehen ist in der Entwicklung der Aktienbesteuerung durch die verschiedenen Steuerreformen eine bemerkbare steuerliche Entlastung festzustellen. Diese Entlastungen waren jedoch nicht ausreichend, die Aktienfinanzierung im notwendigen Ausmaß zu fördern.

b) Die Vorteile der Fremdfinanzierung gegenüber der Beteiligungsfinanzierung

Die hohe steuerliche Belastung der Aktie sowie ihre Diskriminierung durch die steuerliche Begünstigung der anderen Finanzierungsformen führten zu einer schwerwiegenden Benachteiligung der Beteiligungsfinanzierung.

Die Beschaffung von Investitionskapital durch die Emission junger Aktien war für die Unternehmen zu teuer, so daß sie von diesem Finanzierungsinstrument nur selten Gebrauch machten. Solange die hohe Besteuerung die Aktiengesellschaften dazu zwang, den 4-5fachen Betrag zur Zahlung einer marktgerechten Dividende aufzuwenden, den sie für die Bedienung einer entsprechend verzinslichen Obligation benötigten, mußte die Entscheidung über eine Aktien- oder Obligationenfinanzierung bei den meisten Unternehmen zugunsten einer Finanzierung durch Anleihegebung fallen.

Soweit die Unternehmen ihre Investitionsmittel nicht über die erweiterte Selbstfinanzierung beschaffen konnten, finanzierten sie ihre Vorhaben durch die Ausgabe von Industrie-Obligationen. Die große Zahl ertragsreicher Unternehmen neigte insbesondere deshalb zur Fremdfinanzierung, weil die Obligationenzinsen als Kosten vom steuerpflichtigen Gewinn abzugsfähig sind und daher gewinnmindernd wirken.

Um eine steuerliche Angleichung der Aktie an die Obligation zu erreichen, wurde deshalb der Vorschlag gemacht, Dividendenausschüttungen "bis zur Höhe des Obligationenzinses als abzugsfähige Ausgabe bei der Ermittlung des körperschaftsteuerlichen Gewinns zuzulassen"²⁾. Andere Vorschläge empfahlen den schrittweisen Abbau der Doppelbelastung der Aktien, weil hierdurch der Aktionär unmittelbar angesprochen würde.

1) vgl. Deutsche Steuergesetze: § 10 FStG in der Fassung vom 16. Dezember 1954

2) Strathus: "Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Probleme seines Wiederaufbaus", S. 123 a. o. a. O.

Außerdem bestehe dadurch die Möglichkeit, die früher übliche Marge zwischen Aktienrendite und der Verzinsung einer Industrie-Obligation wieder herzustellen. Während in den zwanziger Jahren die Aktienrendite mit Rücksicht auf das höhere Risiko des haftenden Kapitals um etwa 2 % über der Verzinsung der Industrie-Obligation lag, ging die Dividende später immer mehr zurück und lag schließlich unter der Verzinsung der Rentenpapiere. Die Obligationäre einer Gesellschaft waren daher hinsichtlich der Verzinsung ihres eingesetzten Geldkapitals besser gestellt als die Aktionäre.

Daß der ausschlaggebende Vorteil der Fremdfinanzierung der Steuergesetzgebung zuzuschreiben ist, mögen folgende Beispiele verdeutlichen:

Bei den im Jahre 1953 emittierten 8 %igen Industrie-Obligationen mit einem Emissionskurs von 98 % und einem Rückzahlungskurs von 103 % ergab sich bei einer effektiven Zinslast von 9 % unter Berücksichtigung der Abzugsfähigkeit der Obligationenzinsen als Betriebsausgaben und unter Zugrundelegung einer 70 %igen steuerlichen Belastung der Gesellschaft eine Nettozinslast von nur 2,7 %¹⁾. Die Belastung bei einer Aufnahme von Aktienkapital betrug dagegen über 20 %.

Auch nach der Großen Steuerreform (Dezember 1954) erforderte eine 8 %ige Dividende bei einer Aktiengesellschaft immer noch einen Bruttoaufwand von 18,2 %. Um eine 8 %ige Obligation zu bedienen, bedurfte es nur eines Bruttoaufwandes von 9,8 %²⁾. Die Fremdfinanzierung war somit immer noch um die Hälfte billiger als die Aufnahme von Eigenkapital.

Obwohl vielen Unternehmen die Erhöhung ihres Grundkapitals nötig erschien, schätzten sie angesichts der unterschiedlichen Kostenbelastung die Vorteile einer Aktienfinanzierung geringer und beschafften sich deshalb Mittel durch die Ausgabe von Obligationen.

c) Die Benachteiligung der Aktie im Rahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes

aa) Die Notwendigkeit einer wirksamen Kapitalmarktförderung

Die Geldkapitalbeschaffung für Anlageinvestitionen findet normalerweise über

1) vgl. ZfdgK, Jg. 1953, Nr. 13, Seite 94

2) vgl. ZfdgK, Jg. 1955, Nr. 21, Seite 783

den Kapitalmarkt statt, da langlebige Anlagegüter - entsprechend ihrem Dauercharakter - mit langfristigen Mitteln finanziert werden sollen.

In den ersten Jahren nach der Währungsreform konnte der Bedarf an echten langfristigen Finanzierungsmitteln bei weitem nicht gedeckt werden. Die Industrieunternehmen mußten daher auf andere Geldkapitalquellen zurückgreifen, die ihnen in Form der öffentlichen Haushaltsmittel, der Sonderfonds (GARIOA, ERP, MSA, FOA und Investitionshilfe) und der Vorfinanzierungskredite des Zentralbanksystems erschlossen wurden¹⁾.

Diese Art der langfristigen Finanzierung konnte jedoch auf die Dauer den Unternehmen keine gesunde Kapitalstruktur schaffen.

Als dann im Jahre 1952 die steuerlichen Begünstigungen der Selbstfinanzierung eingeschränkt wurden und auch die Gegenwertmittel spärlicher flossen, sahen sich die Industriebetriebe gezwungen, neue Finanzierungsquellen zu erschließen, um den dringenden Investitionsbedarf zu befriedigen. Der beste Weg für sie war, wieder zu der ursprünglichen Quelle der Investitionsfinanzierung, dem Kapital- bzw. Effektenmarkt zurückzukehren.

Diesem Vorhaben stand jedoch die mangelnde Anlagewilligkeit der Sparer im Wege. Trotz der zunehmenden Geldflüssigkeit wurde die Anlage in Effekten gemieden, da der niedrige Kapitalmarktzins keinen Anreiz bot. Die Erkenntnis, daß die Ursache der Funktionsunfähigkeit des Kapitalmarktes zum großen Teil in der unrealistischen Zinspolitik zu suchen ist, führte zu der Debatte um die Förderung des Kapitalmarktes.

bb) Die steuerliche Diskriminierung der Aktie im Kapitalmarktförderungsgesetz

Bereits die Ankündigung eines Gesetzes zur Förderung des Kapitalmarktes bewirkte eine sichtbare Zurückhaltung der Geldkapitalanleger, da sie in den Genuß der in Aussicht gestellten Steuervorteile kommen wollten. Von dieser Zurückhaltung wurden vor allem die Aktien in Mitleidenschaft gezogen, als sich ihre Aussichten für eine wirksame Förderung im Rahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes immer mehr verschlechterten.

Nach langwierigen Beratungen in den zuständigen Parlamentsausschüssen wurde am 15. Dezember 1952 das "Erste Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes"²⁾ verabschiedet, das dann im "Gesetz zur Ergänzung des Ersten Gesetzes

1) vgl. die Statistiken der Monatsberichte der BdL "Quellen der langfristigen Finanzierung.

2) Bundesgesetzblatt 1952, I, S. 793

zur Förderung des Kapitalmarktes" vom 15. Mai 1953¹⁾ geringfügige Änderungen bzw. Erweiterungen erfuhr.

Faßt man die zahlreichen Bestimmungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes zusammen, so ergibt sich folgendes Bild:

1. Das Kapitalmarktförderungsgesetz gewährt im Rahmen des § 3a Ziff. 2 EStG Zinssteuerfreiheit für festverzinsliche Schuldverschreibungen des Bundes und der Länder sowie für Schatzanweisungen des Bundes und der Länder.
2. Des weiteren besteht Zinssteuerfreiheit für besonders förderungswürdige Papiere gemäß § 3a Ziff. 4 EStG sowie für Sozialpfandbriefe und Kommunalschuldverschreibungen gemäß § 3a Ziff. 1 EStG.
3. Andere, namentlich aufgeführte Rentenwerte²⁾ unterliegen einer 30 %igen (bisher 25 %) Kapitalertragsteuer, die damit jedoch endgültig abgegolten ist.
4. Für alle übrigen festverzinslichen Wertpapiere beträgt die Kapitalertragsteuer 60 %³⁾.
5. Die Vergünstigungen gelten nicht für die übrigen kapitalertragsteuerpflichtigen Einkünfte des § 43 Abs. 1 Ziff. 1 und 2 EStG, wie Dividenden, Kapitaleinkünfte des stillen Gesellschafters usw. Hier verbleibt es bei der alten Regelung: 25 % einzubehaltende Kapitalertragsteuer und Veranlagung unter Anrechnung der einbehaltenen Beträge auf die Steuerschuld.

Die im Entwurf des Kapitalmarktförderungsgesetzes vorgesehene steuerliche Begünstigung für ausgeschüttete Gewinne wurde in die endgültige Fassung des Gesetzes nicht übernommen. Ebenso wenig wurde der Aktie die pauschale Kapitalertragsbesteuerung, durch die nach dem Kapitalmarktförderungsgesetz bei den festverzinslichen Papieren die übrigen Ertragsteuern (ESt, KSt, NOB und Gewerbeertragsteuer) abgegolten werden, zugestanden.

Diese Regelung des Kapitalmarktförderungsgesetzes war eine offensichtliche Diskriminierung der Aktie; denn durch die steuerlichen Begünstigungen verschaffte der Gesetzgeber den festverzinslichen Staatspapieren wesentliche Vor-

1) Bundesgesetzblatt 1953 I, S. 190

2) Darunter auch nach dem 20.6.1948 und vor dem 1.4.1952 ausgegebene Industrie-Obligationen, soweit sie nicht steuerfrei sind.

3) Die Anwendung dieses Besteuerungssatzes kam nicht zum Zuge.

teile, während er die Aktie von diesen Vergünstigungen bewußt ausnahm. Volkmar Muthesius bemerkt hierzu: "Man unterzieht den Rentenmarkt einer Drainage durch ein Röhrensystem von Steuervergünstigungen, aber man beläßt zugleich den Markt der Dividendenwerte in einer Steuersystematik, die im Grunde nichts anderes als eine Bestrafung des Aktienerwerbs darstellt"¹⁾.

Ohne wirksame Maßnahmen für die Aktie konnten jedoch die Aktiengesellschaften nicht in die Lage versetzt werden, Dividenden zu zahlen, die mit dem neuen Zinsniveau der Rentenpapiere konkurrieren konnten.

Vergleicht man zum Beispiel die Verzinsung eines Staatspapiers, das im Wege des steuerbegünstigten Kapitalansammlungsvertrages erworben worden ist, mit der Nettoverzinsung einer Aktie, so ergeben sich folgende Vergleichswerte:

"Bei Annahme einer 50 %igen Einkommensbesteuerung läßt sich aus einem steuerbegünstigten Kapitalansammlungsvertrag für die drei Jahre der Festlegung eine durchschnittliche jährliche Verzinsung des Staatspapiers von etwa 20 % errechnen; soll die Aktie eine solche Nettoverzinsung bringen, so müßte sie brutto 40 % Dividende geben, d. h. also, die Gesellschaft müßte 160 % ihres Aktienkapitals in einem einzigen Jahr verdienen"²⁾.

Daß die Aktie einem solchen Wettbewerb nicht gewachsen war, bedarf keiner weiteren Ausführung.

cc) Die Folgen des Kapitalmarktförderungsgesetzes für die Aktienfinanzierung

Das Kapitalmarktförderungsgesetz führte zu einer einseitigen Gewichtsverlagerung innerhalb der verschiedenen Effektenarten zugunsten der steuerlich begünstigten Papiere.

Zahlenmäßig ergibt sich folgendes Resultat:

Im Jahre 1953, dem Jahr des Kapitalmarktförderungsgesetzes, betrug die Gesamtauflegung an Wertpapieren rd. 3,4 Mrd. DM. Davon entfielen auf die Industrieunternehmen lediglich rd. 460 Mio DM, und zwar rd. 300 Mio DM Obligationen und nur rd. 160 Mio DM Aktien. Der Gesamtabatz an Effekten belief sich auf rd. 3,2 Mrd. DM, wovon rd. 550 Mio DM (400 Mio DM Obli-

1) ZfdgK, Jg. 1952, Nr. 11, S. 273 "Vergeßt die Aktie nicht"

2) Volkmar Muthesius "Zweierlei Recht", in ZfdgK, Jg. 1953, Nr. 7, S. 177

gationen und rd. 150 Mio DM Aktien) auf die Industrie entfielen¹⁾. Der Anteil der Industrieaktien betrug mithin - sowohl bei der Auflegung als auch beim Absatz - nur ein Zwanzigstel der Gesamtauflegung und des Gesamtabsatzes an Wertpapieren.

Im Gegensatz zu den geringen Aktienemissionen stand die Anlagepolitik vieler Industrieunternehmen hinsichtlich der Disposition ihrer liquiden Mittel.

Laut einer Statistik der Bank deutscher Länder über den Anteil der verschiedenen Zeichnergruppen festverzinslicher Werte²⁾ wurden von Mitte Dezember 1952 bis Ende des Jahres 1953 allein 50 % der untergebrachten - vorwiegend steuerbegünstigten - Papiere an Wirtschaftsunternehmen, davon ein großer Teil an Industrieunternehmen abgesetzt.

Aus den Bilanzen und Geschäftsberichten großer Industrieunternehmen³⁾ geht hervor, daß "vorübergehend verfügbare Mittel in festverzinslichen Wertpapieren angelegt wurden, deren Zinserträge steuerfrei oder steuerbegünstigt waren"⁴⁾.

Die Gefahren und Nachteile solcher "vorübergehend angelegter Mittel" zeigten sich, als die Kapitalanleger sich gezwungen sahen, ihre Anlagen zu liquidieren und diese Geldbeschaffungsverkäufe zu schweren Kursrückschlägen am Rentenmarkt führten.

Bei einem sehr großen Teil der nach dem Kapitalmarktförderungsgesetz an die Wirtschaftsunternehmen abgesetzten festverzinslichen Werte handelte es sich deshalb um kein echtes Placement.

1) vgl. Statistik über die Auflegung und Absatz von Wertpapieren im Monatsbericht der BdL vom November 1956, S. 83, sowie Statistik im Anhang

2) Geschäftsbericht der BdL 1953, S. 55

3) Die Bilanzsumme der AEG für 1953 beträgt mit rd. 658 Mio DM ungefähr das Vierfache der haftenden Mittel (88 Mio Grundkapital und 55 Mio DM offene Reserven). Die Gesamtverbindlichkeiten von fast 350 Mio DM übersteigen die haftenden Mittel um mehr als das Doppelte. Trotzdem konnte die Gesellschaft - im Interesse einer vorteilhaften Verzinsung - mehr als 22 Mio DM in Effekten anlagen, -
vgl. Geschäftsbericht der AEG für 1953.

4) vgl. Geschäftsbericht der Farbwerke Hoechst AG 1953.

Auch die Farbwerke Hoechst weisen in ihrer Bilanz für 1953 rd. 70 Mio DM Wertpapiere aus, wobei es sich in der Hauptsache um Neuerwerbungen handelt.

Auf dem Aktienmarkt wirkte sich das Kapitalmarktförderungsgesetz besonders ungünstig aus. Infolge der steuerlichen Vorteile floß das anlagensuchende Geldkapital nicht zum Aktienmarkt, sondern in die begünstigten festverzinslichen Werte.

Das durchschnittliche Kursniveau der Aktien sank deshalb von 138,4 % im Januar 1952 bis zum Jahresende auf 106,7 % und im April 1953 bis unter die Parigrenze¹⁾.

III. Die Wiederbelebung des Aktienmarktes

1. Ansätze zur Verbesserung der Aufnahmebereitschaft

a) Die günstigen Kapitalumstellungen der Aktiengesellschaften

Die Durchführung der Währungsreform machte neben einer Vielzahl währungstechnischer Maßnahmen auch die Neufestsetzung des Gesellschaftskapitals der Aktiengesellschaften notwendig.

Nach den Bestimmungen des DM-Eröffnungsbilanzgesetzes hatten die Gesellschaften ihr Kapital von Reichsmark auf Deutsche Mark umzustellen²⁾.

Für die Unternehmen brachte die Umstellungspflicht eine Reihe technischer Probleme mit sich, die von den einzelnen Gesellschaften infolge des weiten Spielraums, den das DM-Eröffnungsbilanzgesetz bot, unterschiedlich gelöst wurden.

Bei den Industrie-Gesellschaften wurde die Neufestsetzung der Kapitalverhältnisse³⁾ in der Hauptsache durch steuerliche Gesichtspunkte beeinflußt. Die Bi-

1) "Die Wirtschaftslage", Bankbericht der Fa. Hardy u. Co, Frankfurt a/M, Jg. 1953, Heft I, Seite 22

2) Gesetz über die Eröffnungsbilanz in Deutscher Mark und die Kapitalneufestsetzung vom 21.8.1949. (Wi-GBI S. 279); am 31.8.1949 in Kraft getreten. Drei Ergänzungsgesetze vom 28.8.1950 (BGBl I, S. 811) vom 20.12.1952 (BGBl I, S. 824) und vom 21.6.1955 (BGBl I, S. 297)

3) Die Abwertung der Schulden und Forderungen sowie die Neubewertung der Sachanlagen und Vorräte veränderten das Bilanzbild weitgehend. Gleichzeitig ergab sich damit eine Veränderung der Kapitalkonten. Zur Neufestsetzung des Grundkapitals der Aktiengesellschaften wurde das sog. Kapitalentwertungskonto (= Neukapital + Schulden ./.. Vermögen) geschaffen (vgl. § 36 ff. DMEBG), um einen rechnerischen Bilanzausgleich durchführen zu können.

lanzwerte wurden möglichst hoch eingesetzt, um in den folgenden Jahren entsprechend hohe steuerliche Abschreibungsmöglichkeiten zu haben¹⁾, "Bei 1198 erfaßten Gesellschaften wurde eine Aufstockung des Anlagevermögens in der DM-Eröffnungsbilanz gegenüber der RM-Schlußbilanz um durchschnittlich 48,63 % festgestellt²⁾. Allein bei den Industrie-Gesellschaften betrug dieser Prozentsatz sogar 60,2 %"³⁾.

Die bei der Neukapitalisierung angelegten Bewertungsmaßstäbe deckten daher gleichzeitig die Höhe der stillen Reserven auf, durch deren Auflösung sich dann die zum Teil außerordentlich günstigen Umstellungsverhältnisse ergaben. Zwar bedeutete die hohe Anlagebewertung eine höhere steuerliche Belastung durch den Lastenausgleich, sie ermöglichte jedoch höhere Abschreibungen und durch den Einsatz des Gegenwertes dieser höheren Abschreibungen als Investitionsmittel eine erhöhte Selbstfinanzierung⁴⁾.

Bei vielen Aktiengesellschaften lagen die RM-Schlußbilanzen und die DM-Eröffnungsbilanzen erst einige Jahre nach der Währungsreform vor. Vor allem die von der Entflechtung betroffenen Unternehmen der Montankonzerne, der IG-Farben und der Großbanken konnten ihre Umstellungsverhältnisse erst in den Jahren 1952/1953 bekanntgeben.

Auf dem Aktienmarkt führte diese Verzögerung zu einer zunächst abwartenden Haltung des Publikums gegenüber den Papieren solcher Gesellschaften, bei denen es noch "in weitem Umfang an Anhaltspunkten für die Beurteilung ihrer tatsächlichen Vermögenslage fehlte"⁵⁾.

Bis Ende des Jahres 1952 hatten 2387 Aktiengesellschaften des Bundesgebietes ihr Grundkapital von 12.725 Mio RM auf 10.481 Mio DM, also durchschnitt-

1) Das DMEBG gestattete die Aufwertung des beweglichen Anlagevermögens über den vorherigen Buchwert hinaus und in gewissem Umfang die Reaktivierung bereits abgeschriebener Anlagen (§ 18).

2) Hans Strathus, "Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Probleme seines Wiederaufbaus", Bonn 1952, S. 12

3) ebenda, S. 13

4) Durch die Abschreibungsparagraphen der 7er Gruppe des EStG, den § 10 EStG und den § 36 des Investitionshilfegesetzes wurde den Unternehmen Gelegenheit gegeben, Gebrauch von einer zusätzlichen Selbstfinanzierung zu machen.

5) Hans Strathus "Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Probleme seines Wiederaufbaus", S. 11

lich im Verhältnis 10 : 8,2 umgestellt¹⁾. Diese Durchschnittszahl verbesserte sich im Jahr 1952 auf 10 : 12,3²⁾ infolge der "erheblichen Kapitalaufstokungen in den Grundstoffindustrien", wodurch die teilweisen "Kapitalherabsetzungen in den anderen Wirtschaftszweigen überkompensiert wurden"³⁾.

Aus diesen verschiedenen Durchschnittswerten der Umstellungsquotienten geht hervor, daß die Kapitalumstellungsrelationen innerhalb der einzelnen Wirtschaftszweige und hier wiederum bei den einzelnen Gesellschaften durchaus unterschiedlich ausfielen. Es zeigte sich, daß in der Regel diejenigen Unternehmen am besten abgeschnitten haben, die über hohe offene und stille Reserven verfügt hatten⁴⁾. Zu diesen Unternehmen zählten in erster Linie die Montangesellschaften.

Einige Beispiele⁵⁾ mögen die überraschend hohen Umstellungsverhältnisse veranschaulichen:

Vereinigte Stahlwerke A.G.	1 : 3,055
Klöckner Werke A.G.	1 : 3,08
Hoesch A.G.	1 : 2,866
Gutehoffnungshütte A.G.	1 : 2,85
Mannesmannwerke A.G.	1 : 2

Die hohen Umstellungsverhältnisse brachten somit eine Anpassung der unterkapitalisierten Unternehmen an ihren Substanzwert.

b) Nachfragesteigerung nach Aktienwerten

Als sich herausstellte, daß die Aufrechterhaltung des DM-Nennwertes der Aktien nicht, wie anfangs angenommen, eine Ausnahme, sondern die Regel war und daß bei vielen Gesellschaften das neue Grundkapital das frühere Nominalkapital beträchtlich überstieg, kam es an der Börse zu einer lebhaften Nachfrage nach Aktienwerten. Besonders die Montanwerte, die bis Ende 1949 unter den Aktienwerten am tiefsten standen, erlebten eine Hausse⁶⁾. Innerhalb

1) vgl. "Die Kapital- und Bilanzumstellungen der Aktiengesellschaften" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1952, Heft 5, S. 195

2) Industriekurier, Jg. 1952, Nr. 110, S. 3

3) vgl. Geschäftsbericht der Bdl 1952, S. 50

4) vgl. "Die Börse 1951", S. 9 Berliner Bank A.G.

5) vgl. Industriekurier, Jg. 1954, Nr. 191, S. 8

6) vgl. Geschäftsbericht der Bdl 1951, Seite 40

der Aktiengruppen vollzog sich nun ein kursmäßiger Differenzierungsprozeß, der zu einer Umgruppierung der Spitzenwerte führte.

Die kräftigen Impulse, die von den günstigen Kapitalumstellungen ausgingen, brachten eine entscheidende Wende am Aktienmarkt. Ausschlaggebend dafür war die Feststellung, daß die Aktiensparer die beste Umtauschquote unter den Anlegern erlangt hatten. In den meisten Fällen konnten die Aktionäre nicht nur den Nominalwert ihres Aktienbesitzes, sondern sogar das Mehrfache ihres ursprünglich investierten RM-Betrages erhalten. Zwar spiegelt das Umstellungsverhältnis des Aktienkapitals nicht die tatsächliche Kapitalerhaltung wider¹⁾; doch zeigte der Vergleich der nominellen Umtauschquoten der verschiedenen Sparanlagen, daß sich die Aktie als die widerstandsfähigste Geldkapitalanlage gegenüber der Währungsentwertung und -abwertung erwiesen hatte. Für den Aktienmarkt war dieser Tatbestand insofern von Bedeutung, als zu jener Zeit bei der Bewertung der Aktien der Substanz Gesichtspunkt noch eine größere Rolle spielte als die Rendite.

Trotz hoher Vermögensverluste hatten verschiedene Gesellschaften ein Umtauschverhältnis von 1:1 gewählt. Bei diesen Werten machte sich deshalb bald ein Kursdruck bemerkbar. Die Aktien notierten unter pari, so daß das angestrebte Ziel, die Emissionsreife zu erlangen, verzögert wurde.

Insgesamt gesehen wurden während der Haussebewegungen am Aktienmarkt lebhafte Börsenumsätze getätigt²⁾. Allerdings waren sie für die Industriefinanzierung insofern ohne Bedeutung, als die Umsätze bereits emittierter Aktien lediglich einen Wechsel der Effektenbesitzer darstellen und deshalb kein neues Kapital gebildet wird. Durch die Belebung der Aktiennachfrage waren jedoch günstigere Voraussetzungen für die Unterbringung neuer Emissionen vorhanden.

1) Der effektive Wert der Kapitalerhaltung errechnet sich nicht aus dem Umstellungsverhältnis des Grundkapitals, sondern aus dem Verhältnis zwischen RM- und DM-Eigenkapital (Grundkapital + Rücklagen $\cdot$ / eines evtl. Kapitalentwertungskontos) sowie unter Berücksichtigung der Relation zwischen RM- und DM-Kurs.

2) vgl. "Die Aktienumsätze an sieben Börsen des Bundesgebietes", Statistische Monatszahlen, "Wirtschaft und Statistik", 1952, 1fd. Hefte.

2. Zeitweiliger Rückschlag am Aktienmarkt

a) Von der Substanzorientierung zum Renditedenken

Einer fast ununterbrochenen, steilen Aufwärtsentwicklung der Aktienkurse im Jahr 1951 folgte im Februar 1952 eine starke Baisse, von der sich das Kursniveau während des ganzen Jahres 1952 nicht mehr erholte.

Damit wurde offenbar, daß mit der sich zunächst rasch anbahnenden Anpassung des Kursniveaus an die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung keine endgültige Konsolidierung eingeleitet wurde. Ursache dieses Kursrückschlages war insbesondere die veränderte Einstellung der Effektsparer gegenüber dem Aktienwert: Auf eine Periode der vorherrschend substanzorientierten Bewertung im Jahre 1952 folgte eine Zeit der zunehmenden Ausrichtung auf die Ertragserwartungen. - Dieser Umschwung vom Substanzdenken zum Renditedenken nahm immer größeren Einfluß auf die Kursgestaltung. Als nämlich die Aktienerwerber dazu übergingen, die Aktien nach ihren Erträgen zu beurteilen, mußten sie feststellen, daß der Kursstand im Vergleich zur Rendite zu hoch war bzw. daß die niedrigen Netto-Dividenden die teilweise sehr hohen Kurse nicht rechtfertigten. Die normale Relation zwischen der Aktienrendite und der Effektivverzinsung der Rentenwerte wurde bei weitem nicht erreicht. Vielmehr lag die dem Kursniveau entsprechende Rendite der Aktien erheblich unter der Verzinsung der anderen weniger risikobehafteten Effektenanlagen. Die Folge dieser Erkenntnis war ein beträchtlicher Kursrückgang, in dem gleichzeitig zum Ausdruck kam, daß der Sachwertgedanke allein das Kursniveau auf die Dauer weder anzuheben noch zu halten vermochte.

Als aus den Entwürfen zum Kapitalmarktförderungsgesetz eine fortdauernde Benachteiligung der Aktie zu erkennen war, wandten sich weitere Kapitalanleger vom Aktienmarkt ab. Zu diesen Abgaben kamen noch die zahlreichen Umtauschoperationen¹⁾ von Aktien in die neu-emittierten Wandel-Obligationen, die einen weiteren Druck auf die Kurse ausübten²⁾. Am Ende des Jahres 1952 lag deshalb der Durchschnittskurs 23 %³⁾ unter dem im Januar 1952 erreichten Höchststand⁴⁾. "Insgesamt ergab sich Ende März 1952 ein durchschnittliches Kursniveau von rd. 82 % der DM-Nominalwerte, während es

1) Der Erwerb der neuen Wandelanleihen erfolgte vielfach durch den Verkauf von Aktien, oft sogar der derselben Gesellschaft.

2) vgl. Das Kapitel über die Wandelobligationen.

3) i. v. H. des RM-Nennwertes berechneter Kursdurchschnitt.

4) vgl. Geschäftsbericht der BdL, Jg. 1952, S. 50

Ende Januar 1952 113 % betragen hatte"¹⁾. Bei der Eisen und Metall verarbeitenden Industrie, deren Aktienkurse im Januar 1952 über 140 % gelegen hatten, lagen die Kurse Ende März 1952 zwischen 91 % und 96 %²⁾. Besonders starke Einbußen mußten die Werte der Grundstoffindustrien in Kauf nehmen, deren Durchschnittskurs bis auf 74 % des DM-Nennwertes sank³⁾. Diese Kursrückgänge machten für viele Unternehmen, die im Verlauf der vorausgegangenen Hausse die Emissionsreife erlangt hatten, die Verwirklichung einer angestrebten Kapitalerhöhung wieder zunichte.

b) Unbefriedigende Emissionsergebnisse

Infolge der Baisse wurde im Jahr 1952 mit 288,9 Mio DM gegenüber dem Vorjahr mit 173,8 Mio DM nur ein relativ geringer Mehrbetrag an Neuemissionen erreicht⁴⁾.

Die Industrieunternehmen sind an dieser Auflegungssumme mit einem Anteil von 185,5 Mio DM (einschließlich West-Berlin) beteiligt. Davon entfallen auf die Wirtschaftsgruppe Energiewirtschaft und Versorgungsbetriebe 62,0 Mio DM, auf die Gruppe Stahl- und Eisenbau, Maschinen-, Fahrzeugbau, Feinmechanik, Optik und Elektrotechnik 27,1 Mio DM und auf die Gruppe "Sonstiges verarbeitendes Gewerbe" 26,7 Mio DM. Der Gesamtabsatz an Aktien der Industrie betrug 168,9 Mio DM⁵⁾. Die neu aufgelegten Aktien wurden am freien Markt nicht angeboten, sondern ausschließlich von öffentlichen Stellen (namentlich bei Emissionen öffentlicher Unternehmen) von Großaktionären (insbesondere bei Konzerngesellschaften) und Alt-Aktionären fest übernommen⁶⁾. Bei dieser Begebung im geschlossenen Kreis blieb deshalb die Börse in ihrer Funktion als Mittlerin zwischen Geldkapitalangebot und Geldkapitalnachfrage ausgeschaltet. Der Rückgang der Aktienkurse (ab Februar 1952) setzte sich bis Mitte 1953 fort. Gegenüber dem Höchststand im Januar 1952 ergab sich ein Rückgang von 28 %

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL, Jg. 1952, S. 51

2) vgl. Geschäftsbericht der BdL, Jg. 1952, S. 51

3) vgl. Geschäftsbericht der BdL, Jg. 1952, S. 51

4) Monatsbericht der BdL November 1956, S. 83

5) vgl. Statistik über die "Auflegung und Absatz von Aktien, aufgeteilt nach Wirtschaftsgruppen" im Anhang, Tabelle 1

6) vgl. Geschäftsbericht der BdL, Jg. 1952, S. 49

des DM-Nennwertes¹⁾. Aber auch dieses im Verlauf des Anpassungsprozesses erreichte tiefe Kursniveau bot für den Kapitalanleger im Vergleich zu der Rendite der durch das Kapitalmarktförderungsgesetz steuerbegünstigten festverzinslichen Papiere noch keinen genügenden Anreiz zum Erwerb von Aktien. Erst in der zweiten Hälfte 1953 erfolgte ein Umschwung, der in einer lebhaften Umsatztätigkeit und in einer Kurserholung Ausdruck fand²⁾. "Bis zum Jahresende wurde der Paristand zum großen Teil³⁾ wieder erreicht und in den ersten Monaten von 1954 sogar überschritten"⁴⁾. Ursache dieses Aufschwungs am Aktienmarkt war hauptsächlich die Kleine Steuerreform, die eine steuerliche Entlastung der Aktie brachte und damit höhere Dividendenausschüttungen der Gesellschaften in Aussicht stellte. Weitere Impulse gingen von einer starken ausländischen Nachfrage aus, die das inländische Publikum zur Aufgabe ihrer lang geübten Zurückhaltung gegenüber der Aktie veranlaßte.

Das Emissionsergebnis des Jahres 1953 war sehr schlecht: Mit einer Auflegung von 286,9 Mio DM lag es sogar noch unter dem des Vorjahres (1952 = 288,9 Mio DM)⁵⁾. Die Auflegung an Aktien der Industrie (einschließlich West-Berlin) belief sich auf 163,6 Mio DM, wovon wiederum der größte Teil auf die Gruppe "Energiewirtschaft und Versorgungsbetriebe" mit 105,7 Mio DM entfiel, gefolgt von der Gruppe "Stahl- und Eisenbau, Maschinen-, Fahrzeug- und Schiffsbau, Feinmechanik, Optik und Elektrotechnik" mit 26,4 Mio DM und der Chemischen-, Mineralöl-, Gummi- und Kunststoff-Industrie mit 14,4 Mio DM. - Der Gesamtabsatz aller Industriewerte betrug im Berichtszeitraum 152,8 Mio DM⁶⁾.

Im Vergleich zu den rd. 2,5 Mrd. DM (ohne Industrie-Obligationen von 396,2 Mio DM) abgesetzten, festverzinslichen Papieren⁷⁾ spielte die Aktie als Finanzierungsinstrument der Wirtschaft eine völlig untergeordnete Rolle. Ihr Anteil am Gesamtabsatz von Wertpapieren sank von 16 % im Jahre 1952 auf

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL, Jg. 1953, S. 57

2) Die Börsenumsätze erhöhten sich von rd. 86 Mio DM im ersten Halbjahr auf 231 Mio DM im zweiten Halbjahr. - vgl. Geschäftsbericht der BdL 1953, S. 57

3) Die Kurse der Grundstoffindustrie notierten im Durchschnitt zum Jahresende noch um etwa 12 % unter pari (vgl. Geschäftsbericht der BdL 1953, S. 58)

4) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1953, S. 57

5) vgl. Statistik über die Auflegung und den Absatz von Wertpapieren im Monatsbericht der BdL - November 1956, S. 83

6) vgl. Statistik im Anhang Tabelle 1

7) wie 5)

9 % im Jahr 1953¹⁾.

Wiederum vollzogen sich die Neuemissionen außerhalb der Börse; denn es handelte sich in der Regel um vorher vereinbarte Übernahmen durch interessierte Kreise. Breit angelegte Aktienemissionen, die sich an den anonymen, offenen Markt richteten, fanden nicht statt. Die Börse schien ihre "Markteigenschaft verloren zu haben"²⁾.

Die Entwicklung des Aktienmarktes bis Ende 1953 zeigt somit ein völlig unbefriedigendes Bild:

Fünf Jahre nach der Währungsreform war die Aktienbörse noch nicht wieder in der Lage, ihre Funktion als Sammelbecken für risikotragendes Kapital und Umschlagplatz für Umschichtungen im Aktienbesitz auszuüben.

Mit einer Emission von 847,1 Mio DM betrug der Anteil der Aktien an der gesamten Wertpapierauflegung von 8964,1 Mio DM³⁾ 9,4 % gegenüber rd. 31 % in den Jahren von 1925 bis 1929⁴⁾. Der Anteil der Industrie-Aktien beläuft sich sogar nur auf 5,8 %. Dieses ohnehin geringe Ergebnis der Kapitalbeschaffung durch Aktienaussgabe verringert sich noch durch mehrere Fälle "unechter" Emissionen, die zwar als Kapitalerhöhung ausgewiesen sind, jedoch den Unternehmen keine zusätzlichen Mittel zugeführt haben⁵⁾.

Der Aktienmarkt war deshalb für die Industriefinanzierung eine unergiebigere Kapitalquelle.

3. Erneuter Aufschwung am Aktienmarkt

a) Die Ursachen des Aufschwungs

Der in der zweiten Jahreshälfte 1953 sich anbahnende Kursaufschwung setzte

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1953, S. 53

2) "Die Börse" 1953, S. 22, Berliner Bank A.G.

3) vgl. Statistik über die "Auflegung und den Absatz von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien" im Monatsbericht der BdL vom November 1956, S. 83

4) vgl. die inländischen Wertpapieremissionen 1924-1930 im Statistischen Jahrbuch für das Deutsche Reich 1931, S. 349

5) Es handelt sich hier um Emissionen, die lediglich der Umwandlung von Forderungen in Beteiligungen dienten.

sich im Jahre 1954 fort. Es kam zu außergewöhnlichen Kurssteigerungen, in deren Verlauf sich die Kurse vieler Aktienwerte verdoppelten¹⁾. Der vom Statistischen Bundesamt errechnete Durchschnitt aus 462 Aktienkursen erhöhte sich von 97, 01 % im Dezember 1953 auf 167, 34 % im Dezember 1954²⁾. Veranlaßt wurde dieser Auftrieb durch die sehr günstige Wirtschaftskonjunktur, durch die Dividendenerhöhungen³⁾ und die - auf Grund der in Aussicht gestellten Steuerreform - weiterhin günstig beeinflussten Ertragserwartungen, aber auch durch die infolge der starken Nachfragesteigerung - bei gleichzeitig geringer Abgabeneigung⁴⁾ - eingetretene Verknappung des Angebots.

Die Knappheit des an der Börse verfügbaren Aktienmaterials war die Folge der in den vorhergehenden Jahren geringfügigen Emissionen, während andererseits dem Markt durch die großen Anlagekäufe im Jahr 1954 laufend Material entzogen wurde, das dann zum Zweck der Mehrheitsbeteiligung in festen Händen blieb⁵⁾. Verschärft wurde die Marktenge noch durch die umfangreichen Aktienkäufe ausländischer Sperrmarkbesitzer⁶⁾.

aa) Kurssteigerungen infolge von Spekulationskäufen

In den meisten Fällen handelte es sich bei dem Effekterwerb der Ausländer weniger um Dauerengagements als vielmehr um spekulative Käufe zur Gewinnmitnahme. Das Interesse der ausländischen Nachfrage richtete sich vor allem auf die Montanwerte und die IG-Farbennachfolger. Auch die Standardwerte der Elektroindustrie (AEG und Siemens) und anderer verarbeitender In-

1) Insbesondere nach der Diskontsatzsenkung von 3 1/2 auf 3 % am 20. Mai 1954

2) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1954, S. 64

3) Die Durchschnittsdividende von insgesamt 676 börsennotierten Aktien erhöhte sich von 2, 95 % im Jahre 1953 auf 4, 77 % im Jahre 1954 (vgl. Geschäftsbericht der BdL 1954, S. 64)

4) Die Spekulationssteuer wirkte abgabehemmend.

5) Aus einer Zusammenstellung "Wer gehört wem?" veröffentlicht von der Commerz-Bank, geht hervor, daß sich Ende 1954 von 17, 2 Mrd. DM Aktien und GmbH-Anteilen in Westdeutschland nicht weniger als 13, 8 Mrd. DM oder rd. 80 % in festen Händen befanden.

6) 1954 wurde der Transfer von Wertpapiererträgen und Verkaufserlösen nach allen Ländern freigegeben und später die Sperrmark in liberalisierte Kapitalmark umgewandelt.

dustrien (Kraftfahrzeugindustrie) fanden rege Nachfrage¹⁾.

Ferner führten die zunehmenden Rückverflechtungen bei den Montangesellschaften zu Aufkäufen interessierter Großaktionäre, die für den Erwerb der gewünschten Werte erhebliche Aufpreise bezahlten. Bei diesen Werten kam es infolgedessen zu offensichtlichen Überbewertungen²⁾.

Die starken Kurssteigerungen in den Jahren 1953/54 gaben Anlaß, die Bewertungsmethoden der Aktienkäufer zu untersuchen. Das Ergebnis zeigt, daß trotz der Dividendenerhöhungen und der weiterhin guten Ertragsaussichten nach der Kleinen Steuerreform das Kursniveau - vom Ertragswert³⁾ aus gesehen - zu hoch lag. Um das hohe Kursniveau zu erklären, muß auf den Substanzwert zurückgegriffen werden. In einer Besprechung des Börsenjahres vertritt die Berliner Bank A.G. die Ansicht, daß die "Börsenkurse ... im Durchschnitt, trotz der Dividendensteigerungen beständig über dem renditenmäßig gerechtfertigten Niveau lagen, ... sich aber noch unter dem substanzmäßig gerechtfertigten Niveau befanden"⁴⁾.

Zweifellos kommt man der Wirklichkeit näher, wenn man das Kursniveau unter dem Gesichtspunkt der Kapitalausstattung der Gesellschaften betrachtet. - Angesichts der bei zahlreichen Unternehmen bestehenden stillen Reserven war nämlich die Kursberichtigung nach oben die einzige Möglichkeit, die seit der Kapitalumstellung angereicherte Substanz zum Ausdruck zu bringen. Jedoch ist nicht zu verkennen, daß auch die auf die allgemein geringe Grundkapitalhöhe bezogene Dividende die Aktionäre zu überaus optimistischen Ertragserwartungen veranlaßte.

Insofern von einer spekulativen Bewertung gesprochen wurde, waren damit vor allem die Transaktionen im Rahmen der Umgruppierungen von Majoritätsverhältnissen gemeint. Es handelte sich hier um Interessenkäufe, bei denen erheb-

1) vgl. "Kapitalmarkt und Börse 1953", herausgegeben v. der Hamburger Kreditbank A.G., S. 27

2) "Die Börse 1954", Berliner Bank A.G., S. 26

3) Der Ertragswert berechnet sich aus der kapitalisierten Rendite unter Zugrundelegung des landesüblichen Zinsfußes. - Infolge der vielen Zinssätze der Rentenwerte wegen der steuerlichen Begünstigungen war es praktisch unmöglich, einen genauen Zinsfuß als Maßstab zu finden. Die Berechnung des Ertragswertes war allein schon aus diesem Grund problematisch.

4) "Die Börse 1954", Berliner Bank A.G., S. 30

liche Paketzuschläge gewährt wurden. In den meisten Fällen reichte aber der sogenannte Faconwert als stichhaltige Begründung für die Höhe der Zuschläge nicht aus. Nach Abschluß der Transaktionen erfolgten auch dann in der Regel starke Kursstürze, die die Aktienkäufer wieder zu einer vorsichtigeren Bewertung veranlaßten.

bb) Die Tendenz zu höheren Dividendenausschüttungen

Nach der Aufhebung der Dividendenstoppverordnung¹⁾ (Ende 1952) und der Einführung der steuerlichen Begünstigung des ausgeschütteten Gewinns durch die Kleine Steuerreform²⁾ trat eine merkliche Besserung der Dividendenausschüttungen ein. Es erhöhte sich nicht nur die Zahl der Gesellschaften, die eine Dividende ausschütteten und der Umfang der ausgeschütteten Dividendebeträge, sondern auch die Dividendensätze. "Von 1250 Aktiengesellschaften der westdeutschen Industrie wurden im Jahr 1953 114 Wiederaufnahmen und 352 Erhöhungen der Dividendenzahlungen vorgenommen, denen nur 15 Ermäßigungen und 36 Einstellungen der Dividendenzahlungen gegenüberstehen"³⁾.

Von 635 an der Börse notierten Aktien haben 391 oder 62 % eine Dividende verteilt. Die Durchschnittsdividende belief sich auf 4,03 % gegenüber 3,46 % im Jahre 1952⁴⁾.

Erwähnenswert ist, daß sich innerhalb der Wirtschaftszweige beträchtliche Abweichungen von dieser Durchschnittszahl ergaben. An der Spitze lagen die Durchschnittsdividenden der eisenschaffenden Industrie mit 7,04 %, gefolgt von der Gummi- und Zementindustrie mit über 6 %⁵⁾; am niedrigsten waren die Dividenden im Durchschnitt bei den Ölmühlen und Margarinefabri-

1) vgl. die Ausführungen über den Dividendenstopp im Teil I, Kap. A, III, 5

2) Die Ermäßigung des Körperschaftsteuersatzes für ausgeschüttete Gewinne von 60 % auf 30 % ermöglichte bei gleichbleibendem Gewinn der Gesellschaft eine gegen früher um $42,85\% = \frac{3}{4}$ höhere Dividende. - vgl. "Das Wertpapier", Jg. 1953, Nr. 9, S. 126 "Die Kleine Steuerreform und die Dividende"

3) vgl. "Zur Bilanzentwicklung der westdeutschen Aktiengesellschaften für 1953" von Dr. Gustav Plum in "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 1955, Heft 3, S. 161

4) "Die Dividenden der Aktiengesellschaften" in "Wirtschaft und Statistik" Jg. 1955, S. 391

5) ebenda

ken¹⁾.

In einer Untersuchung über die Bilanzentwicklung der westdeutschen Aktiengesellschaften für 1953²⁾ wird festgestellt, "daß die Dividenden vielfach gestiegen sind, obwohl die Reingewinne rückläufig waren. Unter 102 Gesellschaften der Textilindustrie mit 445 Mio DM Aktienkapital zeigte sich bei fast 60 % des beteiligten Aktienkapitals, daß der ausgewiesene Reingewinn nicht voll zur Ausschüttung der Dividenden ausgereicht hat"³⁾. Auch in anderen Industriezweigen war diese Erscheinung festzustellen. Allerdings wurden die Mehrausschüttungen zu Lasten der Reservebildung bei den meisten Unternehmen im Interesse einer beabsichtigten Kapitalerhöhung vorgenommen.

Insgesamt gesehen zeigte sich eine ansteigende Dividendenentwicklung. Eine ganze Reihe von Gesellschaften ging im Zuge dieser höheren Gewinnausschüttungen dazu über, eine über den bisherigen "Standardsatz" von 6 % hinausgehende Dividende zu gewähren. Mit diesen höheren Dividendenausschüttungen suchten die Gesellschaften sich den Weg für Neuemissionen zu ebnen. - Ohne Zweifel haben dann auch die höheren Dividendenbeschlüsse gegen Ende des Jahres 1953 einen wesentlichen Beitrag zur Wiederbelebung des Aktienmarktes geleistet." Die Rendite von 635 börsennotierten Aktien stellte sich Ende 1953 im Durchschnitt auf 3,60 %⁴⁾ gegenüber 3,44 % im Jahre 1952, wobei jedoch das verschiedene Kursniveau zu beachten ist. Da die Realverzinsung der festverzinslichen Papiere bei Berücksichtigung der steuerlichen Vorteile sich zwischen 5 % und 5,6 % bewegte, hätte nach Ansicht des Bundesverbandes des privaten Bankgewerbes die "angemessene" Dividende bei einem Parikursstand mindestens zwischen 12 % und 14 % liegen müssen, um eine den festverzinslichen entsprechende Netto-Rendite von 5,4 % zu gewährleisten⁵⁾.

Im Jahre 1954 betrug nach Berechnung des Statistischen Bundesamtes die Durchschnittsdividende von 676 börsennotierten Aktien (davon 198 ohne Dividende) 4,77 %. Die aus Kurs und Dividende errechnete Durchschnittsrendite wird mit

1) vgl. "Die Dividenden der Aktiengesellschaften 1952 und 1953" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1954, S. 389

2) "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 1955, Heft 3, S. 171

3) Die Unternehmen Phönix, Ruhrstahl und Rheinpreussen zahlten ihre Dividenden aus Rücklagen.

4) vgl. "Die Effektenmärkte 1953" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1954, S. 42

5) vgl. "Das Wertpapier", Jg. 1953, Nr. 3, S. 40

2,63 % angegeben¹⁾. Demgegenüber bringt ein festverzinsliches Wertpapier im Durchschnitt eine doppelt so hohe Rendite wie eine Aktie. - Der durchschnittliche Dividendensatz (nur Dividende zahlende Gesellschaften) von 2080 Aktiengesellschaften betrug nach Angaben des Statistischen Bundesamtes²⁾ 6,63 %, die Durchschnittsdividende (einschließlich der Gesellschaften ohne Dividendenzahlung) 5,28 %.

Die höheren Ausschüttungen und die in Aussicht gestellten weiteren Erhöhungen fanden ihren Ausdruck nicht nur in höheren Kursen, sondern auch in der stetig zunehmenden Aufnahmebereitschaft des Anlegerpublikums.

b) Emissionsreifer Kursstand

Als Folge der regen Nachfrage und der höheren Dividenden stieg das Kursniveau aller Aktien erheblich³⁾: Eine ganze Anzahl überschritt den Paristand; die dividendenzahlenden Werte bewegten sich sogar zwischen 130 und 200 und vereinzelt darüber.

Eine Untersuchung des Statistischen Bundesamtes⁴⁾ über die Kurse und Dividenden der Aktien im Jahre 1954 zeigt folgende Entwicklung: "Von den 668 an den Börsen notierten Aktien hatten Ende Oktober 1954 512 Werte mit einem Kapitalanteil von 94 % des erfaßten Gesamtkapitals einen höheren Kurs als 100 aufzuweisen. Ende 1953 hatten dagegen erst 275 Aktien höhere Kurse als 100, wobei diese Papiere nur etwa die Hälfte des erfaßten Gesamtkapitals verkörperten. Einen emissionsreifen Kursstand von mindestens 125 % zeigen nach dieser Untersuchung Ende Oktober 1954 bereits 374 Aktien mit einem Kapitalanteil von 77 %, während es Ende 1953 weniger als halb so viele waren, nämlich nur 141 Papiere mit einem Anteil von nur 33 % am gesamten Aktienkapital".

Durch das hohe Kursniveau Ende 1954 war nunmehr von dieser Seite aus die Voraussetzung dafür geschaffen, die industriellen Investitionen wieder in großem Umfang über den Aktienmarkt zu finanzieren. Die Unergiebigkeit des Aktien-

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL, Jg. 1954, S. 64

2) vgl. "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1956, S. 404

3) "Der Kurswert aller an den westdeutschen Börsen notierten Aktien stieg im Verlauf des Jahres 1954 von etwas über 11 Mrd. DM auf nahezu 18 Mrd. DM. Bei einem Umsatz von rd. 1,2 Mrd. DM übertrafen demnach die Kurssteigerungen die Käufe um mehr als das Fünffache", vgl. H. Pentzlin "Die Börse ist wieder interessant" in "Die Welt" v. 8.1.1955, S. 9

4) "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1955, S. 598

marktes in den vorhergehenden Jahren ließ die Emission neuer Aktien um so dringender erscheinen, als die Eigenkapitalbasis vieler Unternehmen ihrem rasch wachsenden Geschäftsumfang eine entsprechende Anpassung erforderlich machte.

Daß aber trotz dieser guten Emissionschancen die Industriegesellschaften von dieser günstigen Gelegenheit zur Aktienemission relativ wenig Gebrauch machten, lag vor allem in der immer noch sehr hohen steuerlichen Belastung der Aktie: Eine Aktienemission erschien sehr vielen Unternehmen zu kostspielig.

c) Verstärkte Aktienfinanzierung

Nachdem sehr viele Unternehmen infolge der Unklarheit über die künftige Besteuerung der Aktie im Rahmen der Großen Steuerreform mit Emissionsvorhaben zurückhielten, entschloß sich angesichts des hohen Kursniveaus eine ganze Reihe von Betrieben, Kapitalerhöhungen vorzunehmen.

Für die Unternehmen hatte das hohe Kursniveau den Vorteil, daß sie Ausgabekurse weit über pari wählen und damit Eigenkapital aufnehmen konnten, das sie nicht zu verzinsen brauchten. Für die Aktionäre bedeuteten die hohen Bezugsrechte einen Anreiz zum Erwerb junger Aktien.

Im Jahre 1954 fand nämlich zum ersten Mal nach der Währungsreform eine Notierung von Bezugsrechten an der Börse statt. Die Nachfrage nach diesen Bezugsrechten war so stark, daß teilweise Repartierungen vorgenommen werden mußten. Allerdings machten die Emissionen am offenen Markt einen sehr geringen Anteil an der Gesamtemission aus. Der größte Teil betraf wieder - wie in den Vorjahren - die Kapitalerhöhungen der En-bloc-Übernahme in feste Hände, d.h. in das Portefeuille solcher Käufer, "die durch besondere Interessen mit dem kapitalerhöhenden Unternehmen verbunden waren"¹⁾. - "Bei einigen Unternehmen", so berichtet die BdL, "erfolgte die Erhöhung des Aktienkapitals lediglich durch Umwandlung von angesammelten Reserven in Nominalkapital; eine Zuführung neuen Kapitals war also mit diesen Transaktionen nicht verbunden"²⁾. In diesen Fällen wird es sich entweder um die formelle Richtigstellung des zu gering bemessenen Grundkapitals gehandelt haben oder man wollte den Altaktionären den in den vergangenen Jahren angesammelten Vermögenszuwachs (stille Reserven) in Form von Gratisaktien zukommen lassen.

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1954, S. 60

2) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1954, S. 60/61

Für die Mehrzahl der Unternehmen bestand jedoch die dringende Notwendigkeit einer effektiven Kapitalerhöhung, d. h. der Zuführung neuen Kapitals.

Im Gegensatz zu dem Rekordergebnis am Rentenmarkt (4.412, 0 Mio DM)¹⁾ war am Aktienmarkt keine außergewöhnliche Zunahme zu verzeichnen. Der Gesamtbetrag der Aktienemissionen betrug mit 498, 5 Mio DM²⁾ nur knapp 9 % der gesamten Geldkapitalbildung über den Wertpapiermarkt³⁾. Der Absatz an Aktien betrug 453 Mio DM gegenüber 268, 7 Mio DM im Vorjahr⁴⁾.

An der Auflegungssumme war die Industrie mit einem Anteil von 261, 0 Mio DM beteiligt. Davon entfielen 113, 9 Mio DM auf die Gruppe "Stahl- und Eisenbau, Maschinen-, Fahrzeug-, Schiffsbau, Feinmechanik, Optik und Elektrotechnik", 36, 0 Mio DM auf die Gruppe "Eisen- und Metallherzeugung und -verarbeitung", 33, 4 Mio DM auf die Gruppe "Energiewirtschaft und Versorgungsbetriebe" und 30, 9 Mio DM auf die Chemische-, Gummi- und Kautschuk-Industrie. - Der Absatz an Industrie-Werten betrug im Jahre 1954 256, 6 Mio DM⁵⁾.

Wenn auch der zahlenmäßige Umfang gegenüber den anderen Finanzierungsmitteln als unbedeutend zu bezeichnen ist, so ist doch gegenüber dem Vorjahr, sowohl bei der Auflegung als auch beim Absatz an Aktien, eine Steigerung um das Doppelte festzustellen.

IV. Die Renaissance der Aktie

1. Der Abbau der Hindernisse

Als Ende 1954 jene gesetzlichen Regelungen abliefen, die den Aktienmarkt bisher an einer freien Entfaltung gehindert hatten, wurden die Voraussetzungen geschaffen, der Aktie wieder zu ihrer früheren Bedeutung als Finanzierungsinstrument der Wirtschaft zu verhelfen.

Der Abbau der Hindernisse bezog sich insbesondere auf das Kapitalmarktförderungsgesetz und die Körperschaftsteuer.

1) vgl. Monatsbericht der BdL November 1956, Statistik S. 83

2) ebenda

3) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1954, S. 60

4) vgl. Monatsbericht der BdL November 1956, S. 83

5) vgl. Statistik im Anhang, Tabelle 1

a) Das Auslaufen des Kapitalmarktförderungsgesetzes

Das Kapitalmarktförderungsgesetz, das mit seinen Steuerbegünstigungen der staatlichen Emissionen eine unlautere Konkurrenz für die Aktie bedeutete, lief am 31. Dezember 1954 ab¹⁾.

Ferner entfiel die erhöhte Abschreibungsmöglichkeit im Rahmen des Investitionshilfegesetzes (§ 36). Die steuerliche Begünstigung borsenfreier Verwendung disponibler Geldmittel im Rahmen der "7er Darlehen" (§ 1 EStG) wurde eingeschränkt.

b) Die steuerliche Entlastung der Aktie durch die Große Steuerreform

Im Rahmen der sogenannten "Großen Steuerreform" wurde der allgemeine Körperschaftsteuersatz von 80 % auf 45 % gesenkt und gleichzeitig der bereits bei der Kleinen Steuerreform ermäßigte Satz von 80 % auf den ausgeschütteten Dividendenbetrag beibehalten²⁾. Durch diese Minderung der steuerlichen Belastung wurde die Differenz zwischen den Kosten einer Anleihenfinanzierung und einer für eine aussichtsreiche Aktienemission angemessenen Dividende verringert; mit anderen Worten: die Emission junger Aktien wurde für die Unternehmungen durch die erhöhte Ausschüttungsfähigkeit wesentlich erleichtert. Gleichzeitig bedeutete dieser niedrigere allgemeine Körperschaftsteuersatz eine Minderung der steuerlichen Doppelbelastung der Aktie³⁾.

Der Erwerb von Aktien wurde dadurch für die Anleger wieder interessanter. Zu der ertragsteuerlichen Entlastung kam die Verkürzung der Spekulationssteuerfrist von einem Jahr auf drei Monate⁴⁾, die zu einer spürbaren Belebung der Aktienumsätze an der Börse führte.

Der Abbau der hohen Steuerbarrieren schuf somit die Grundlage für eine verstärkte Aktienfinanzierung im Kapitalmarktjahr 1955.

2. Die Aktienfinanzierung über den Börsenmarkt

Nach Jahren der Unergiebigkeit des Aktienmarktes trat im Jahr 1955 eine

1) vgl. das Gesetz zur Neuordnung von Steuern vom 16. 12. 1954 BGBl I, S. 313

2) vgl. Körperschaftsteuergesetz § 19 in der Fassung vom 16. Dezember 1954

3) vgl. hierzu Ausführungen im Kapitel dieser Arbeit "Die hohe Besteuerung der Aktie", Teil II, B, II, 2, a

4) vgl. BGBl 1954 I, S. 379, Abänderung des § 23 I, EStG.

Wende zum Besseren ein. Gleich am Jahresbeginn setzte eine gegenüber den Vorjahren in Zahl und Umfang unverhältnismäßig hohe Welle von Aktienemissionen ein: "Die Aktie erlebte eine ausgesprochene Renaissance"¹⁾.

a) Die Gewährung von Bezugsrechten

Während in den früheren Jahren nur vereinzelt Aktienemissionen stattgefunden hatten, die zudem ohne Einschaltung der Börse durch vorher abgesprochene Übernahmezusagen placiert worden waren, wurden die im Jahr 1955 emittierten Aktien in der Hauptsache am offenen Markt in Form von Bezugsrechten angeboten.

Die Einräumung sehr günstiger und wertvoller Bezugsrechte²⁾ auf junge Aktien übte eine stimulierende Wirkung auf den Erwerb neuer Aktien aus und führte zu Kurserhöhungen.

b) Stimulierende Spekulationskäufe

Erhebliche Kurssteigerungen gingen auch von den ausländischen Spekulationskäufen aus. Daß es sich hierbei weniger um echte Anlagen handelte als vielmehr um Käufe, die auf der Erwartung weiterer Kurssteigerungen basierten, geht aus dem Tatbestand hervor, daß sich die ausländische Nachfrage in sehr vielen Fällen auch Aktienwerten zuwandte, deren Rendite geringer war als die der festverzinslichen Papiere. Sobald die ausländischen Aktienkäufer ihre Kurswartungen erfüllt sahen, realisierten sie ihre Kursgewinne durch Abstoßen ihrer Aktien und lösten damit wieder ihr Engagement.

Neben diesen Ursachen waren es vor allem die weltpolitischen Ereignisse und die Auswirkungen der Konjunkturpolitik (Diskonterhöhung), die einen starken Einfluß auf die Kursentwicklung in Form starker Kursausschläge nach oben und unten auslösten.

1) Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 25

2) "Um den Aktionären einen gewissen Ausgleich für frühere dividendenlose Jahre zu geben, wurden die jungen Aktien fast durchweg zu pari oder wenig darüber emittiert", so daß sich in Anbetracht des hohen Kursstandes vieler Aktien äußerst günstige Bezugsrechte ergaben. (vgl. Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 64)

Der Geschäftsbericht der BdL spricht deshalb von einer "zunehmenden Labilität des Kursniveaus als besonderem Entwicklungsmerkmal"¹⁾ des Aktienmarktes im Börsenjahr 1955.

Bei 462 Aktien ergab sich 1955 eine Steigerung des Kursdurchschnitts von 24 Punkten auf einen Jahreshöchstwert von 191,5 % gegenüber 70 Punkten im Jahre 1954²⁾.

Diese erneute Aktienhausse warf die Frage auf, ob die Kurssteigerungen über das wirtschaftlich gerechtfertigte Maß hinausgingen³⁾.

Im Oktober und November 1955 setzte dann im Zusammenhang mit den Kurseinbrüchen an den großen internationalen Börsen und der durch die Diskontheraufsetzung und Mindestreserveerhöhung ausgelösten Liquiditätsanspannung ein Rückgang der Aktienkurse ein, von dem sich das Kursniveau erst gegen Jahresende langsam erholte⁴⁾.

c) Die zunehmende Dividendenfreudigkeit

Der in den Jahren 1953 und 1954 ansteigende Trend der Dividendenausschüttungen setzte sich auch in den Jahren 1955 und 1956 fort. Aus einer Zusammenstellung des Statistischen Bundesamtes⁵⁾ ergibt sich folgendes Bild der Dividendenentwicklung:

	1953	1954	1954	1955
	1975 AG	2080 AG		1014 AG +)
	%	%	%	%
I. Durchschnittlicher Dividendensatz (nur Div. zahl. Gesellsch.)	6,03	6,63	6,86	7,71
II. Durchschnittsdividende (einschließl. der Gesellsch. ohne Div. - zahlung)	4,24	5,28	5,63	7,15

+) ohne Organgesellschaften und gemeinnützige Unternehmen

1) Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 63

2) ebenda

3) vgl. Teil II, Kap. B, I, 2, c "Das Bewertungsproblem".

4) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1955, Seite 64/65

5) "Die Dividenden der Aktiengesellschaften" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1956, Seite 404.

Während von 1014 Gesellschaften im Jahre 1954 noch 264 Unternehmen ohne Dividende geblieben waren, waren es 1955 nur noch 225¹⁾. Die zunehmende Dividendenfreudigkeit der Gesellschaften beweist, daß sie von ihrer früheren dividendenfeindlichen Einstellung abgingen und der Dividende wieder die ihr zukommende Bedeutung beimaßen. Dieser Umschwung war insbesondere bei denjenigen Gesellschaften zu bemerken, die Erhöhungen ihres Grundkapitals beabsichtigten. Infolge ihres Vorhabens ergab sich für sie der Zwang zu höheren Ausschüttungen, um durch eine attraktivere Verzinsung den Erfolg ihrer Emissionen zu sichern. Die Ausschüttungen gut rentierender Unternehmen lagen deshalb zwischen 8 % und 12 %. - Die absolute Höhe der tatsächlich ausgeschütteten Dividende sagt jedoch relativ wenig über die Ertragskraft der einzelnen Gesellschaften aus. Bei sehr vielen Gesellschaften betrugen nämlich die Ausschüttungen von 10 - 12 % nur einen Bruchteil ihrer wirklich erzielten Erträge²⁾, während andere Gesellschaften bei einer 8 %igen Ausschüttung bis zur Grenze ihrer Ertragskraft gingen. Nur im letzten Fall konnte die Höhe der Ausschüttung als Gradmesser für die Aktienbewertung dienen, weil hier Gesellschaftsertrag und Aktienertrag übereinstimmten und damit ein ertrags- und renditemäßig gerechtfertigter Kurs zustande kommen konnte. In allen anderen Fällen mußte eine ertragsorientierte Bewertung der Aktien zwangsläufig zu einem falschen Urteil über den Ertragswert der Gesellschaft selbst und deren gerechtfertigtes Kursniveau führen. Nicht selten wird zudem der Fehler begangen, nur die Nominaldividende zu betrachten, ohne dann aus ihr und dem Kursstand die Rendite der betreffenden Aktie zu errechnen. Stellt man diese Rechnung z. B. für das Jahr 1955 auf, so kommt man zu dem Ergebnis, daß "trotz der Dividendenerhöhungen von einem Durchschnittssatz von 6,44 % Anfang 1955 auf 6,95 % Ende September 1955 die Durchschnittsrendite der dividendenzahlenden Gesellschaften mit 3,06 % noch unter der Rendite von Ende 1954 (3,32 %) lag"³⁾. Durch den späteren Kursrückgang verbesserte sich

1) vgl. "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1956, S. 405

2) Die Industrie-Aktiengesellschaften haben von ihren nach Abzug der Steuern verfügbaren Bruttoerträgen (Summe aus verdienten Abschreibungen, Zuweisung an Rücklagen und Rückstellungen sowie Ausschüttungen) für das Jahr 1955 im Durchschnitt nur knapp ein Zehntel ausgeschüttet und den Rest bei sich selbst investiert. - vgl. "Wirtschaft und Statistik", Bilanzstatistische Untersuchungen, Jg. 1956, S. 551 ff.

3) Geschäftsbericht der BdL, 1955, S. 64

die Rendite allerdings wieder auf 3,48 % bis Ende 1955¹⁾.

Wirft man jedoch einen Blick auf die Dividendenentwicklung bestimmter Wirtschaftszweige, so ändert sich das Bild. Die Gesellschaften der Gummi- und Asbestverarbeitung zum Beispiel schütteten an ihre Aktionäre im Jahre 1955 11,31 % ohne Gratisaktien und 17,72 % mit Gratisaktien, die Margarineindustrie sogar 18 % aus²⁾. In diesen Fällen ergibt sich eine erheblich höhere Rendite. Außerdem ist zu berücksichtigen, daß die Rendite allein nicht der ausschlaggebende Bestimmungsgrad für die Aktienbewertung ist. Bedeutsam sind unter anderem auch die Kursveränderungen und der durch die Selbstfinanzierung angewachsene Substanzwert.

Im Jahre 1956 zeigte die Dividendenentwicklung einen weiter ansteigenden Verlauf. Die Zahl der Dividende ausschüttenden Gesellschaften stieg bei 686 börsennotierten Aktien von 80 % im Jahre 1955 auf 83 %, wobei die Durchschnittsdividende von 6,31 % Ende 1955 auf 7,54 % Ende 1956 und der durchschnittliche Dividendensatz der dividendenzahlenden Gesellschaften in derselben Zeit von 7,11 % auf 8,05 % anstieg³⁾.

Als Folge der steigenden Dividenden bei gleichzeitig niedrigem Kursstand verbesserte sich auch die Rendite von 3,10 % Ende 1955 auf 4,15 % im Jahre 1956⁴⁾. Bei gewissen Standardwerten ergaben sich sogar Renditen von mehr als 5 %⁵⁾; rechnet man den Ertrag aus den Bezugsrechten noch hinzu, so kommt man zu einer Rendite von teilweise über 8 %.

Die nachfolgende Zusammenstellung gibt einen Überblick über die Entwicklung der Kurse, Dividenden und Renditen aller an den westdeutschen Börsen notierten Aktien während der Jahre 1953 bis 1956⁶⁾.

1) Geschäftsbericht der BdL, 1955 S. 65

2) "Wirtschaft und Statistik," Jg. 1956, S. 405

3) "Wirtschaft und Statistik," Jg. 1957, S. 38

4) vgl. "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1957, S. 40

5) Renditen einiger namhafter Aktienwerte (entnommen aus "Die Zeit" vom 28.2.1957, Nr. 9, S. 13) Stand vom 22. Februar 1957:

Gesellschaft	Rendite
Hoesch A. G.	5,8 %
Phoenix-Rheinrohr	5,4 %
DEA	5,1 %
Dortmund-Hörder-Hütten A. G.	4,8 %
Siemens A. G.	4,8 %

6) "Das Börsenbild 1956", Deutsche Bank A. G., S. 11

Kurse, Dividenden und Renditen börsennotierter Aktien 1953-1956

Jahr (Ende)	Kurs- durchschn.	Dividende	Rendite	
			all. Aktien	Aktien m. Div.
1953	104	2,97	2,85	4,43
1954	181	4,80	2,63	3,32
1955	203	6,31	3,10	3,34
1956 (Nov.)	177	7,50	4,24	4,41

Die Übersicht zeigt den ansteigenden Trend der vermehrten Ausschüttungen und der höheren Effektivverzinsung. Die günstige Dividendenentwicklung blieb nicht ohne Auswirkung auf den Aktienmarkt:

Infolge ihrer höheren Verzinsung wurde die Aktie für die Geldkapitalanleger wieder interessanter. Die von Jahr zu Jahr höheren Ausschüttungen trugen daher wesentlich zur Wiedergesundung des Aktienmarktes bei.

d) Exkurs über die Dividendenpolitik

Angesichts der stetig wachsenden Ertragskraft und der durch umfangreiche Selbstfinanzierung im Laufe der Jahre angereicherten Substanz sahen sich viele Industrieunternehmen vor die Frage gestellt, nach welchen Gesichtspunkten sie ihre Dividendenpolitik ausrichten sollten.

Sie hatten zu entscheiden, ob sie die Dividende auf einem Niveau stabilisieren sollten, das dem Aktionär eine gleichbleibende Dividende über Jahre hinweg garantiert oder ob sie die Dividende nach dem jeweiligen Ertrag bemessen sollten. Im ersten Fall handelt es sich um das Vorsichtsprinzip, d. h. die Dividende wird nur in einer Höhe ausgeschüttet, die auch in schlechten Jahren aufrecht erhalten werden kann. Bei der variablen Dividendenpolitik ist die Dividende in guten Ertragsjahren hoch und in schlechten niedrig. - Die Untersuchungen der vorstehenden Kapitel haben gezeigt, daß die Unternehmen in der Regel nach dem Grundsatz der vorsichtigen Dividendenpolitik handelten; denn die Ausschüttungen waren bei den meisten Unternehmen im Vergleich zu ihren Erträgen zu niedrig bemessen.

Diese "restriktive" Dividendenpolitik betrieben vor allem jene Gesellschaften, an deren Aktienkapital ein oder mehrere Großaktionäre beteiligt sind. Großaktionäre sind im allgemeinen nicht primär an einer möglichst hohen Dividende interessiert, da sie mit ihrem Majoritätsbesitz noch andere Zwecke wie z. B. Einflußnahme auf die betreffenden Unternehmen, Vermögensanlage

u. a. m. verfolgen, während Kleinaktionäre im allgemeinen nur auf eine hohe Rendite ihrer Kapitalanlage abzielen. Die ausschüttungsfeindliche Einstellung der Großaktionäre war vor allem durch die hohe Doppelbelastung der Aktie bedingt. Da der Ertrag bei einer hohen Ausschüttung zum größten Teil der Steuer anheimfiel, war es für den Großaktionär günstiger, wenn der größere Teil zur Selbstfinanzierung und Rücklagenbildung verwendet und nur ein Bruchteil des Ertrages ausgeschüttet wurde.

Auf diese Weise kam der Ertrag auch dem Unternehmen und nicht nur dem Fiskus zugute.

Ohne Zweifel läßt sich die ausschließliche oder weitgehende Verwendung der Gewinne für die Selbstfinanzierung und die Rücklagenbildung in gewissen Fällen rechtfertigen, z. B. bei einem Mangel an marktmäßigen Finanzierungsmiteln oder bei einer Bildung starker Konjunkturreserven zur Festigung der finanziellen Stabilität. Im Hinblick auf einen breiten Aktienmarkt muß diese Art der Gewinnverwendung zwangsläufig zu einer Schwächung der Aktienfinanzierung führen¹⁾.

Die Mehrzahl der kleinen und mittleren Aktionäre neigt nur in geringem Maße zu einer stabilen Dividendenpolitik. Sie wollen nicht nur Vermögenszuwachs durch steigende Kurse, den sie ohnehin nur bei einem Verkauf realisieren können, sondern auch eine angemessene Verzinsung ihres investierten Geldkapitals.

Der Aktionär ist nicht Rentner, sondern Anteilseigner eines Unternehmens und trägt damit ein Risiko. Für dieses Risiko eines etwaigen Dividendenrück-

1) O. Bühler vertritt in einer Untersuchung über das Depotstimmrecht der Banken unter dem Gesichtspunkt der Wiederbelebung des Kapitalmarktes die Ansicht, daß die Banken infolge ihrer Zusammenarbeit mit den Vorständen der Aktiengesellschaften eine für den Aktionär ungünstige Dividendenpolitik zugunsten der Selbstfinanzierung betreiben und damit die Wiederbelebung des Aktienmarktes verhindern. Er geht in seiner Forderung nach der Höhe der Dividendenausschüttung nicht so weit wie Schmalenbach, der die Ausschüttung des gesamten Gewinns nach Abzug der gesetzlich vorgeschriebenen Reserven verlangt (E. Schmalenbach "Die Aktiengesellschaft" Köln 1950, S. 32 ff), befürwortet aber eine "Ausschüttung von 2/3 des Gewinns und Zuweisung von 1/3 zu offener Reserve", vgl. O. Bühler "Depotstimmrecht als Kapitalmarktbremse", ZfdgK, Jg. 1951, Nr. 14, S. 342

ganges oder Dividendenausfalls muß er auch eine höhere Rendite beziehen als der Besitzer eines festverzinslichen Wertpapiers. Durch eine zu vorsichtige Dividendenpolitik wird die Aktie ihren Charakter als Risikopapier verlieren; sie wird zu einem Rentenpapier degradiert. Eine Politik gleichbleibender Dividendenverteilung über gute und schlechte Jahre hinweg läuft deshalb auf eine Verrentung der Dividende hinaus. Alle auf die Popularisierung der Aktie gerichteten Bestrebungen müssen aber fehlschlagen, wenn die Bedeutung der Dividende für die Beschaffung von Aktienkapital verkannt oder zumindest nicht genügend berücksichtigt wird. Sollen neue Schichten für die Aktie interessiert werden, so genügt der Hinweis auf die Aktie als wertbeständige Geldanlage allein nicht. Vielmehr muß dieser Vorteil der Aktie durch eine attraktive Verzinsung wirkungsvoll unterstützt werden.

3. Die Rückkehr der Aktie als Finanzierungsinstrument

a) Günstiges Emissionsklima

Nachdem die stimulierenden Faktoren ein außerordentlich günstiges Emissionsklima geschaffen hatten, waren die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Rückkehr der Aktie als Finanzierungsinstrument gegeben.

Die Aufnahmefähigkeit des Aktienmarktes erlaubte nunmehr die Unterbringung hoher Emissionsbeträge.

b) Hohe Emissionsergebnisse

Das Emissionsergebnis 1955 mit 1.560,8 Mio DM¹⁾ (gegenüber 498,5 Mio DM im Jahr 1954) überschritt zum ersten Mal seit der Währungsreform die Milliardengrenze.

Die Auflegung an Industrie-Aktien betrug 1.192,1 Mio DM, wovon der weit-aus größte Teil auf die Gruppe Stahl- und Eisenbau, Maschinen-, Fahrzeug- und Schiffsbau, Feinmechanik, Optik und Elektrotechnik mit 402,0 Mio DM entfiel, gefolgt von der Chemischen-, Gummi- und Kunststoffindustrie mit 380,4 Mio DM und der Gruppe Energiewirtschaft und Versorgungsbetriebe mit

1) Tabelle über Auflegung und Absatz von Aktien im Monatsbericht der BdL vom Oktober 1956, S. 83

149,4 Mio DM und dem Bergbau mit 116,1 Mio DM. - Der Absatz an Industriewerten belief sich 1955 auf 1.197,8 Mio DM¹⁾.

Besonders erwähnenswert ist, daß "nach Feststellungen von Bankseite 115 Gesellschaften ihr Kapital durch Ausgabe von Bezugsrechten für neue Aktien im Kurswert von 1,22 Mrd. DM erhöht haben, während im Vorjahr nur 22 Kapitalerhöhungen im Kurswert von 119 Mio DM über Bezugsrechte abgewickelt worden waren"²⁾. Damit fand endlich wieder eine Finanzierung über den offenen Markt in größerem Umfang statt.

c) Die Marktverbreiterung

Der beträchtliche Zufluß an neuem Aktienmaterial³⁾ beseitigte die seit langem herrschende Marktlücke und führte zu der dringend notwendigen Marktverbreiterung des Aktienmarktes. Infolge der lebhaften Nachfrage erfuhren die Börsenumsätze in den ersten zehn Monaten des Jahres 1955 eine fast 60 %ige Steigerung gegenüber dem Durchschnitt des vorangegangenen Jahres⁴⁾. Allein die Ankündigung von Kapitalerhöhungen lösten infolge der günstigen Bezugsrechte Kurssteigerungen aus, wobei auch die Bezugsrechte vielfach über ihren rechnerischen Wert stiegen⁵⁾.

Erst die im Herbst eintretende Liquiditätsanspannung führte zu einer Nachfrageschwächung am Aktienmarkt, so daß in Verbindung mit dem Kursrückgang auch die Bezugsrechte wieder teilweise unter ihrem rechnerischen Wert notierten.

d) Steigende Aufnahmefähigkeit des Aktienmarktes

Nicht nur die Emission neuer Aktien erreichte im Jahr 1955 einen Höchstbetrag (1.560,8 Mio DM), sondern auch der Absatz betrug mit 1.554,8 Mio DM

1) vgl. Statistik im Anhang, Tabelle 1

2) Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 60

3) Die Aktienemissionen erhöhten das Nominalkapital der an den Börsen notierten Aktien im Berichtsjahr um insgesamt 1,31 Mrd. DM auf 11,78 Mrd. DM (vgl. Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 64)

4) "Die Börse 1955", S. 25 a.o.a.O.

5) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 26 und S. 64

mehr als das Dreifache des Vorjahres (453, 0 Mio DM)¹⁾. Dieser Betrag entspricht einem Drittel des gesamten Wertpapierabsatzes²⁾, ein Anteil, der seit 1928 nicht mehr erreicht wurde³⁾.

Bei den Industrie-Aktien gestaltete sich das Verhältnis noch günstiger: Die Auflegung stieg mit 1.192, 1 Mio DM um rd. das 4 1/2fache gegenüber dem Vorjahr mit 261, 0 Mio DM, der Absatz mit 1.197, 8 Mio DM um das rd. 4, 7-fache des Vorjahres mit 256, 5 Mio DM⁴⁾.

4. Die wiedererlangte Funktionsfähigkeit der Aktienbörse

Im Zuge der verstärkten Aktienfinanzierung gewann auch die Börse wieder mehr an Bedeutung:

Sie wurde wieder eine ergiebige Quelle für neues Aktienkapital und konnte in zunehmendem Maße ihre Funktionen der Kapitalanlagevermittlung ausüben. Auf Grund der Marktverbreiterung und der höheren Umsätze am Aktienmarkt kam auch ihre Funktion als Bewertungsinstrument wieder mehr zur Geltung. Der Umfang der im Jahre 1955 über den offenen Aktienmarkt durchgeführten Finanzierungen sowie der dort getätigten Umsätze beweist, daß die Börse wieder zu einer Stelle wurde, an der über Wert und Emissionsfähigkeit der Unternehmen entschieden wurde.

Insgesamt läßt sich deshalb feststellen, daß das Börsenjahr 1955 durch die Rückkehr zu der in früheren Jahrzehnten üblichen und bewährten Form marktwirtschaftlicher Industriefinanzierung gekennzeichnet ist.

V. Die Tendenz zur endgültigen Konsolidierung des Aktienmarktes

1. Aktienfinanzierung und Investitionsfinanzierung

Ob die hohe Emissionssumme im Jahre 1955 als wirkliche Renaissance der Ak-

1) Tabelle über den Absatz von Aktien und festverzinslichen Papieren im Monatsbericht der BdL Oktober 1956, S. 83

2) 3.680, 7 festverzinsliche Papiere

+ 1.554, 8 Aktien

5.235, 5 insgesamt (vgl. Tabelle im Monatsbericht der BdL vom Oktober 1956, S. 83)

3) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 59

4) vgl. Tabelle 1 im Anhang

tie zu werten war, mußte sich im Börsenjahr 1956 zeigen.

Das Emissionsergebnis des Jahres 1956 bewies, daß eine endgültige Konsolidierung des Aktienmarktes zu erwarten war. Insgesamt wurden neue Aktien im Nominalwert von 1.939,8 Mio DM emittiert¹⁾.

Der im Berichtsjahr abgesetzte Aktienbetrag wird von der BdL²⁾ mit 1.837,5 Mio DM beziffert. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet diese Summe eine Steigerung von 18 %. Der Anteil der Aktien am Gesamtaufkommen des Effektenmarktes betrug 1956 44 % gegenüber einem Anteil von 33 % im Vorjahr³⁾.

Die Industrie war an der Auflegungssumme von 1.939,8 Mio DM (Gesamtjahr) bis Ende Oktober 1956 mit einem Betrag von 1.522,9 Mio DM beteiligt⁴⁾. Den größten Emissionsanteil hatte die Wirtschaftsgruppe "Chemische Industrie, Mineralölverarbeitung, Kohlenwertstoff- und Gummiindustrie, Kunststoffe" mit 455,3 Mio DM, gefolgt von der Gruppe "Stahl- und Eisenbau, Maschinen-, Fahrzeug-, Schiffsbau, Feinmechanik, Optik und Elektrotechnik mit 369,1 Mio DM, der Gruppe "Energiewirtschaft und Versorgungsbetriebe" mit 280,3 Mio DM, dem Bergbau mit 213,0 Mio DM und der Gruppe "Eisen- und Metallherzeugung und -verarbeitung" mit 126,7 Mio DM. Der Absatz an Industriewerten insgesamt belief sich bis Ende Oktober 1956 auf 1.436,9 Mio DM⁵⁾.

Diese Zahlen bringen die zunehmende Bedeutung der Aktie als Kapitalbeschaffungsmittel der Wirtschaft zum Ausdruck.

Vergleicht man indessen den Emissionsbetrag mit dem Umfang der "gesamten industriellen Netto-Anlageinvestitionen von rd. 8,5 Mrd. DM, deren größter Teil auf die Aktiengesellschaften entfällt"⁶⁾, so erscheint das Ergebnis der Aktienfinanzierung trotz der erheblichen Steigerungen weniger günstig als ihr verhältnismäßiger Anteil der insgesamt am Effektenmarkt aufgebrachten Mittel. Da aber nach Angaben der BdL der "Betrag der im Jahr 1956 aufgenommenen fremden Mittel nicht größer als die Kreditaufnahme im Vorjahr war"⁷⁾, läßt sich aus dem Vergleich aller Zahlen der Schluß ziehen, daß auch 1956

1) Statistisches Jahrbuch f.d.Bd.Rep.Dtschld. Jg. 1957, S. 384

2) Geschäftsbericht der BdL 1956, Tabelle 17, S. 57

3) Geschäftsbericht der BdL 1956, S. 57

4) vgl. Tabelle 1 im Anhang

5) vgl. Tabelle 1 im Anhang

6) "Die Börse 1956", Berliner Bank A.G., S. 16

7) Geschäftsbericht der BdL 1956, S. 54

ein großer Teil der Investitionen mit Hilfe der Selbstfinanzierung durchgeführt wurde¹⁾.

2. Börsenmäßige und außerbörsenmäßige Aktienfinanzierung

Die börsenmäßige Finanzierung zeigte gegenüber dem Vorjahr einen relativen Rückgang. Während 1955 bei einer Emissionssumme von 1,55 Mrd. DM 115 Gesellschaften ihr Kapital durch Ausgabe von Bezugsrechten im Kurswert von 1,22 Mrd. DM²⁾ erhöht hatten, waren es im Jahre 1956 bei einem Emissionsbetrag von insgesamt 1,84 Mrd. DM³⁾ nur 100 Gesellschaften, die mit 1,15 Mrd. DM ihre Kapitalerhöhungen über die Börse vornahmen.

Der höhere Anteil der außerbörslichen Aktienfinanzierung ist zum Teil darauf zurückzuführen, daß ein beachtlicher Aktienbetrag von Gesellschaften emittiert wurde, deren Aktien nicht an der Börse notiert bzw. gehandelt wurden. Des weiteren entfiel ein verhältnismäßig großer Betrag auf solche Emissionen, die von Großaktionären und Konzerngesellschaften⁴⁾ zur Begründung oder Erweiterung von Beteiligungen teilweise gegen Verrechnung mit Darlehensschulden oder Gewinnausschüttungen fest übernommen wurden⁵⁾, ohne daß den anderen Aktionären ein Bezugsrecht eingeräumt wurde.

3. Emissionserfolge trotz Kursrückschlägen

Ganz im Gegensatz zu der steigenden Ertrags- und Dividendenentwicklung der Unternehmen setzte sich - von kurzen Erholungsperioden abgesehen - der Ende 1955 eingetretene Kursverfall am Aktienmarkt fort. Unter fast ständigem Angebotsdruck, infolge von Geldbeschaffungsverkäufen und der Umtauschopera-

1) Der Anteil der Eigenfinanzierung an der Vermögensbildung der Unternehmen von rd. 32 Mrd. DM in 1956 wird von der BdL mit rd. 40 %, ohne den Wohnungsbau erheblich höher beziffert. - vgl. Geschäftsbericht der BdL 1956, S. 54

2) Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 64

3) Geschäftsbericht der BdL 1956, S. 57

4) "Etwa die Hälfte aller Gesellschaften, deren Aktien an den westdeutschen Börsen gehandelt werden, sind mehr oder weniger "konzerngebunden". - vgl. "Die Welt" vom 24.12.1956 in "Die Börse im Zahlenspiegel", S. 9

5) Geschäftsbericht der BdL 1956, S. 57

tionen in die in der zweiten Jahreshälfte 1956 emittierten 8 %igen Industrie-Obligationen¹⁾, sank das Kursniveau am Aktienmarkt auf den Stand von 1955²⁾.

Die mangelnde Aufnahmefähigkeit des Aktienmarktes fand ihren Ausdruck in dem Tatbestand, daß trotz erheblicher Kursrücknahmen bei der Emission neuer Aktien das Bezugsrecht unter die rechnerische Parität absank und auch die jungen Aktien unter ihrem rechnerischen Kurs notierten³⁾.

Daß das Kursniveau trotz der schweren Belastung des Aktienmarktes nicht noch mehr absank, ist nach Ansicht der BdL auf folgende Gründe zurückzuführen:

1. auf das Festhalten des Inlandpublikums an seinem Aktienbesitz,
2. auf die umfangreichen Anlagekäufe der neugegründeten Investmentgesellschaften, und
3. auch auf die weiter erhöhten Gewinnausschüttungen⁴⁾.

Trotz des zeitweilig angespannten Börsenverlaufs kann das Jahr 1956 angesichts der guten Emissions- und Absatzergebnisse als ein erfolgreiches Jahr der Aktienfinanzierung gewertet werden.

Die Fortdauer der im Jahre 1954 begonnenen Aufwärtsentwicklung zeigte deshalb, daß sich eine endgültige Konsolidierung des Aktienmarktes anbahnte.

C. Die Obligationenfinanzierung

I. Der Obligationenmarkt nach der Währungsreform

1. Die Unergiebigkeit des Obligationenmarktes

a) Hindernisse für Industrie-Anleihen

Wie der Aktienmarkt, so war auch der Obligationenmarkt unmittelbar nach

- 1) Die Realverzinsung dieser Anleihen betrug 8,16 % gegenüber einer Aktienrendite von nur 4,16 %. - vgl. "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1957, Heft 1, S.
- 2) Der Kursdurchschnitt der 688 börsennotierten Aktien senkte sich um 11 % (vgl. "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1957, Heft 1, S. 39)
- 3) z.B. die Emission der Farbenfabriken BAYER und der Gelsenkirchener Bergwerks A.G. (vgl. "Der Volkswirt", Jg. 1956, Nr. 6, S. 22)
- 4) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1956, S. 61

der Währungsreform unfähig, der industriellen Investitionsfinanzierung als Quelle langfristigen Geldkapitals zu dienen. Auch in den folgenden drei Jahren konnte der Anleihemarkt seine Aufgabe als Finanzierungsinstrument der Wirtschaft nur sehr mangelhaft erfüllen.

Für diese unbefriedigende Entwicklung sind mehrere Gründe verantwortlich: Die Hauptschuld trifft die nachteilige Behandlung der festverzinslichen Wertpapiere im Währungsumstellungsgesetz, das für die Festverzinslichen eine Abwertung im Verhältnis 100:10 vorschrieb.

Die Gleichstellung dinglich gesicherter Forderungen mit dem nahezu wertlosen Inflationsgeld führte zu einer ernsten Vertrauenskrise der Rentensparer.

Diese psychologischen Nachwirkungen der Währungsreform fanden ihren Ausdruck in starken Kursrückgängen der Rentenwerte. Bei den Industrie-Obligationen betrug der Rückgang vom Juli bis Dezember 1948 - in einer Indexziffer ausgedrückt - 36 Punkte¹⁾. Die Furcht vor weiteren Kursverlusten sowie die starke Liquiditätsvorliebe hielten die Sparer von einer Anlage ihres Geldes in festverzinslichen Werten zurück.

Die Besitzer alter Industrie-Anleihen mußten jedoch nicht nur eine radikale Abwertung ihrer verbrieften Vermögensansprüche in Kauf nehmen, sondern vielfach auch auf eine Verzinsung ihrer Geldkapitalanlage verzichten; denn infolge von Kriegsschäden und alliierter Verbote²⁾ war eine große Zahl von Industriegesellschaften nicht in der Lage, ihre Anleihen zu bedienen. Nachteilig wirkte sich auch die langwierige Abwicklung des Wertpapierbereinigungsverfahrens aus, da sie den Obligationenhandel beeinträchtigte. Alle diese Hemmnisse verzögerten deshalb den Wiederaufbau eines funktionsfähigen Obligationenmarktes.

b) Absatzschwierigkeiten

In den ersten Monaten nach der Währungsreform versuchten die Industriegesellschaften noch ihre alten 4 %igen RM-Schuldverschreibungen abzusetzen. Nachdem aber im September 1948 die Hypothekenbanken mit 5 %igen Pfandbriefen

1) "Durchschnittskurse der festverzinslichen Wertpapiere" in "Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Probleme seines Wiederaufbaus" von H. Strathus, Tabelle F, S. 137

2) Die Anleihen der Bergbauunternehmen wurden in der Zinszahlung im Zusammenhang mit der Entflechtung von der Militärregierung suspendiert.

an den Rentenmarkt herantraten¹⁾, waren die Industrieunternehmen gezwungen, bei neuen Emissionen mit ihrem Zinsangebot über 5 % hinauszugehen; denn nur bei einer attraktiveren Ausstattung konnten sie mit einer zügigen Unterbringung ihrer Anleihen rechnen.

Gegen Ende des Jahres 1948 wurden 6 1/2 %ige Obligationen aufgelegt²⁾.

Von der Währungsreform (21. Juni 1948) bis Ende 1948 belief sich die Auflegung von Industrieanleihen lediglich auf 10 Mio DM, der ein gleich großer Absatz gegenüberstand³⁾.

Im Jahre 1949 folgten weitere Emissionen, die mit wechselndem Erfolg am Markt untergebracht werden konnten. Im allgemeinen wurden die neuen Emissionen mit großer Zurückhaltung aufgenommen. Von den insgesamt im Jahre 1949 aufgelegten 300,7 Mio DM Industrie-Anleihen konnten nur 95,7 Mio DM⁴⁾, das ist nicht einmal ein Drittel, abgesetzt werden. Nur zinstragende RM-Industrie-Obligationen fanden guten Absatz, da sich bei ihnen in Betracht der verhältnismäßig nur noch kurzen Laufzeit und des über pari liegenden Rückzahlungskurses eine höhere Gesamtrendite ergab.

Ein Teil der Neu-Emissionen wurde nicht über die Börse geleitet: "Es handelte sich hierbei im wesentlichen um Emissionen von Energie- und Kraftwerken, die entweder mit Hilfe von ERP-Mitteln oder mit Hilfe von anderen öffentlichen Mitteln ermöglicht wurden. Andere Emissionen dieser Art wurden von Bankenkonsortien übernommen"⁵⁾. Beim privaten Publikum ließ sich nur ein sehr geringer Teil unterbringen.

Das Jahr 1950 brachte keine Besserung für den Obligationenmarkt. Im Gegenteil: Die Emission von Industrie-Anleihen ging gegenüber 1949 (300,7 Mio DM) um die Hälfte (auf 153,5 Mio DM) zurück. Wie im Vorjahr betrug das Verhältnis von aufgelegten zu abgesetzten Obligationen 3 : 1; denn von dem aufgelegten Betrag von 153,5 Mio DM konnten im gleichen Zeitraum nur 53,2 Mio DM abgesetzt werden⁶⁾. Ende 1950 kam es sogar infolge der Diskontsatzserhöhung auf

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1948/49, S. 20

2) ebenda

3) vgl. ebenda, S. 21

4) vgl. Statistik über die Auflegung und den Absatz festverzinslicher Wertpapiere, Monatsbericht der BdL, November 1956, S. 83

5) H. Strathus "Der Kapitalmarkt in Westdeutschland ..." a. a. O., S. 22

6) vgl. Statistik über "Auflegung und Absatz von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien" im Monatsbericht der BdL vom November 1956, S. 83

6 % und der durch den Korea-Konflikt verursachten Liquiditätsvorliebe zu laufenden Abgaben, die von einem Kursdruck begleitet waren.

2. Die Ursachen der Unergiebigkeit

Die niedrigen Emissions- und Absatzergebnisse der Industrie-Obligationen in den ersten Jahren nach der Währungsreform sind auf mehrere Ursachen zurückzuführen.

Außer der Zurückhaltung der Sparer gegenüber dem Erwerb von Festverzinslichen¹⁾ und der Auflegung der dem vorherrschenden Substanzdenken entsprechenden Wandel-Anleihen²⁾ waren es vor allem zwei Gründe, die die Wiederbelebung des Obligationenmarktes verhinderten: die steuerliche Benachteiligung und die Emissionsbeschränkung durch das Kapitalverkehrsgesetz.

a) Die steuerliche Benachteiligung

Unmittelbar nach der Währungsreform wurden auf dem Rentenmarkt steuerliche Begünstigungen der Kapitalbildung eingeführt³⁾.

Die Steuerbegünstigungen der sogenannten Kapitalansammlungsverträge⁴⁾ bezogen sich nur auf den Ersterwerb von Pfandbriefen, Rentenbriefen, Kommunalschuldverschreibungen und anderen festverzinslichen Werten, und zwar unter der Bedingung einer dreijährigen Festlegung⁵⁾.

Diese einseitige Bevorzugung der öffentlichen Emissionen brachte zwangsläufig eine Benachteiligung der Industrie-Obligationen mit sich, da sich die Käufer von Festverzinslichen den steuerbegünstigten Werten zuwandten.

1) vgl. das Kapitel "Die Unpopularität des Effektensparens", I. Teil, A, II, 2

2) vgl. das Kapitel D, II, 2c, II. Teil im Abschnitt "Die Finanzierung mit Wandelobligationen"

3) Einkommensteuergesetz vom 22. Juni 1948 vom 20.4.49, vom 5.8.1949 mit den dazugehörigen Durchführungsverordnungen sowie das Einkommensteuer-Änderungsgesetz vom 29.4.1950

4) Die Beiträge zur Bildung von langfristigem Sparkapital waren nach § 10 EStG als Sonderausgaben vom einkommensteuerpflichtigen Gewinn abzugsfähig.

5) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1948/49, S. 19-20

Aber nicht nur von der Absatzseite her war die Begebung von Anleihen ungünstig. Die steuerlichen Begünstigungen des nicht entnommenen Gewinns (§ 10a EStG) und die erweiterten Abschreibungsmöglichkeiten der §§ 7a - e EStG veranlaßten die Industrieunternehmen, sich nur in besonderen Fällen der Obligationenfinanzierung zu bedienen. Der Weg über die Selbstfinanzierung war für sie bequemer, zumal die Marktverhältnisse (reiner Verkäufermarkt) eine Finanzierung über die Preise zuließen.

Da die steuerlichen Begünstigungen nicht für ausreichend befunden wurden, das Geldkapital an die vom Staat gewünschten Stellen zu leiten, wurde zu einer weiteren kapitalmarktpolitischen Maßnahme gegriffen: dem staatlichen Genehmigungszwang für Emissionen¹⁾. Diesem Zweck diente das Kapitalverkehrsgesetz.

b) Emissionsbehinderung durch das Kapitalverkehrsgesetz

Das Gesetz über den Kapitalverkehr vom 2. September 1949²⁾ stellte insofern eine Behinderung der Emission von Industrie-Obligationen dar, als es die Begebung industrieller Schuldverschreibungen von der Genehmigung der Länderbehörden und der Zustimmung des auf Bundesebene gebildeten "Ausschusses für Kapitalverkehr" abhängig machte. Diese gesetzliche Regelung der Kapitallenkung ermöglichte dem Staat, nur solche Emissionsvorhaben zu billigen, deren Verwendungszweck ihm "besonders förderungswürdig" erschien. Als "förderungswürdig" aber galten in erster Linie staatliche Emissionen, während Anleihebegebungen privater Industrieunternehmen nur in beschränktem Umfang zugelassen wurden³⁾.

Der staatliche Genehmigungszwang wurde vier Jahre lang aufrechterhalten. Erst mit dem Auslaufen des Gesetzes über den Kapitalverkehr am 31.12.1953 wurde die Benachteiligung der privaten Industrie-Anleihen beseitigt⁴⁾.

3. Emissionsstille trotz Kursbelebung

Im Jahre 1951 setzte im Gegensatz zu den übrigen Rentenwerten bei den In-

1) vgl. Kapitel A, III, 4 im I. Teil

2) vgl. Gesetzblatt der Verwaltung des Vereinigten Wirtschaftsgebietes, Nr. 34 vom 6.9.1949

3) Sowohl die Höhe der Emission als auch die Höhe des Zinssatzes für Industrieobligationen waren begrenzt.

4) vgl. BGBl. 1952, I., Seite 801

dustrie-Obligationen eine kräftige Kurserholung ein, wobei die Kurse einzelner Papiere sogar die Parigrenze überschritten¹⁾. Ausgelöst wurden diese Kurssteigerungen in der Hauptsache durch die Wiederaufnahme des Schuldendienstes einiger Gesellschaften, von denen sich etliche bereit fanden, seit 1945 rückständige Zinsen nachzuzahlen. Hinzu kam die Aufhebung des Verbotes der alliierten Kontrollbehörden²⁾ über die Blockierung des Tilgungs- und Zinsendienstes für Bergbau-Obligationen³⁾. Je nachdem, ob eine Gesellschaft ihren Zinsverpflichtungen nachkam oder nicht, stieg der Kurs ihrer Schuldtitel oder er blieb auf dem alten Stand. Infolgedessen ergab sich innerhalb des Obligationenmarktes ein differenziertes Kursbild. Erwähnenswert ist die Wiederm Zulassung des Handels mit 4 1/2 %igen IG-Farben-Obligationen von 1939, die in kurzer Zeit von einem Eröffnungskurs von 90 % auf 100 % stiegen⁴⁾. Die Auflegung neuer Industrie-Anleihen betrug 1951 100,2 Mio DM, der Absatz 61,7 Mio DM⁵⁾, im ganzen gesehen ein sehr mageres Ergebnis. Von dem aufgelegten Betrag von 100,2 Mio DM sind jedoch noch 52 Mio DM im Berichtsjahr emittierte Wandelanleihen abzuziehen⁶⁾, so daß man nur auf eine Emissionssumme von rd. 48 Mio DM reiner Industrie-Obligationen kommt.

Die Erwartung, daß durch die Wiederaufnahme des Zinsendienstes vieler Industriegesellschaften eine erweiterte Obligationenfinanzierung eingeleitet werde, erfüllte sich nur teilweise. Auf der Nachfrageseite war im Jahr 1952 insofern ein erfreulicher Fortschritt zu verzeichnen, als der Absatz von Industrieanleihen in Höhe von 130,3 Mio DM⁷⁾ im Gegensatz zu den Vorjahren über dem Emissionsbetrag (94,1 Mio DM) lag. Allerdings entfielen von den im Jahr 1952 abgesetzten festverzinslichen Wertpapieren nach Angaben der BdL⁸⁾ nur 4 % auf Industrie-Obligationen gegenüber 62 % auf Pfandbriefe und Kommunal-Obligationen und 33 % auf öffentliche Anleihen.

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1951, S. 42

2) Allgemeine Verfügung Nr. 5 zum Gesetz 52 v. 22.12.54

3) In einem Musterprozeß gegen die Combined Coal Control Group (CCCCG) wurde im Oktober 1951 das Verbot aufgehoben. Vgl. "Mitteilungen der Arbeitsgemeinschaft der Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz", Jg. 51, Nr. 23/24, S. 16

4) vgl. "Der Volkswirt", Jg. 1952, Nr. 2, S. 25

5) Statistik im Monatsbericht der BdL November 1956, S. 83

6) vgl. Statistik über die bis zum Jahresende 1952 emittierten Wandelanleihen in "Die Börse", Berliner Bank AG., S. 40

7) vgl. Statistik über Auflegung und Absatz festverzinslicher Wertpapiere und Aktien im Monatsbericht der BdL vom November 1956, S. 83

8) Geschäftsbericht der BdL 1952, S. 49

Der Emissionsbetrag in Höhe von 94, 1 Mio DM¹⁾ betrug nach Abzug von 58 Mio DM im gleichen Jahr aufgelegten Wandel-Obligationen²⁾ lediglich 36 Mio DM und lag damit noch unter dem sehr schlechten Vorjahresultat von 48 Mio DM.

II. Die Industrie-Obligationen im Rahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes

1. Das Versagen der bisherigen Kapitalmarktpolitik

Die unbefriedigende Entwicklung des Effektenmarktes in den ersten drei Jahren nach der Währungsreform war zu einem immer größeren wirtschaftspolitischen Problem geworden, das auf eine rasche und gründliche Lösung drängte.

Das Versagen der bisherigen Kapitalmarktpolitik war darauf zurückzuführen, daß die verantwortlichen Stellen notwendige Förderungsmaßnahmen unterließen oder bei ihren Eingriffen von falschen Voraussetzungen ausgingen, weil sie - wie Volkmar Muthesius es ausdrückte - "das Bewußtsein über die elementaren Prinzipien des Kapitalmarktes verloren hatten"³⁾. Diese elementaren Prinzipien bezogen sich nach seiner Ansicht vor allem auf die Bedeutung des Zinses für den Kapitalmarkt. Daß die Rolle des Zinses verkannt wurde, zeigte sich in dem mangelhaften Absatzergebnis während der Zeit des niedrigen Kapitalzinses und bestätigte sich in umgekehrter Form in den Emissions- und Absatzerfolgen derjenigen festverzinslichen Wertpapiere, die im Rahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes steuerlich begünstigt wurden.

2. Der Versuch einer wirksamen Kapitalmarktförderung

a) Abwege der Zinspolitik

Als sich der Gesetzgeber der verfehlten Zinspolitik bewußt wurde, versuchte er, in dem "Ersten Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes" seinen Fehler zu

1) Monatsbericht der BdL vom November 1956, S. 83

2) Statistik über die "bis zum Jahresende 1952 emittierten Wandelanleihen" in "Die Börse 1952", herausgegeben von der Berliner Bank AG., S. 40

3) Volkmar Muthesius in der "Vortragsreihe des Industrie-Institutes Köln", Nr. 42 vom 19. Oktober 1953

korrigieren. Da er aber, vor allem wegen des Wohnungsbaus, starke Bedenken gegenüber einer völligen Freigabe des Zinses hatte, entschloß er sich nicht zu einer direkten Zinserhöhung "durch Zulassung höherer marktkonformer Zinsen"¹⁾, sondern zu einer indirekten Zinserhöhung durch "Gewährung von gestaffelten Steuervergünstigungen"²⁾ für jene Wertpapiere, deren Verzinsung dem wahren Marktzins nicht angeglichen werden konnte. "Praktisch lief das Ganze auf eine verschleierte Übernahme von Zinskosten durch den Fiskus in Gestalt von Steuerverzichten gegenüber den Wertpapiererwerbern hinaus"³⁾.

b) Die Bestimmungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes im Hinblick auf die
Industrie-Obligationen

Ebenso wie die Aktien wurden auch die Industrie-Obligationen von den Begünstigungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes ausgeschlossen. Nur in zwei Fällen wurden die Zinsen aus Industrie-Obligationen von der Einkommensteuer befreit⁴⁾ und zwar:

- a) Zinsen von Industrie-Obligationen (ausgenommen Wandelanleihen und Gewinnobligationen), die vor dem 1. Januar 1952 ausgegeben worden sind, soweit und nachdem der Zinssatz auf 5,5 % ermäßigt worden ist. Für alle anderen Zinsen aus den nach dem 20. Juni 1948 ausgegebenen Industrie-Obligationen gilt die Steuerfreiheit nicht.
- b) Zinsen von alten, auf DM lautenden Industrie-Obligationen, soweit sie nicht der erwähnten Zinskonversion unterworfen wurden.

Die nach dem Erlaß des Kapitalmarktförderungsgesetzes neu emittierten Industrie-Obligationen unterliegen einem Kapitalertragsteuerabzug von 30 %⁵⁾. Der bisher gültige Normalsatz der Kapitalertragsteuer von 25 % wird durch das Kapitalmarktförderungsgesetz auf 30 % heraufgesetzt. Gleichzeitig entfällt jedoch die Verpflichtung zur Zahlung der Einkommensteuer, da sie durch den Abzug der 30 %igen Kapitalertragsteuer abgegolten wird. Diese Regelung war besonders für jene Steuerpflichtigen von Vorteil, die bei Zurechnung des Zinsertrages zu den anderen steuerpflichtigen Einkünften infolge der Progression

1) Geschäftsbericht der BdL 1952, S. 18

2) ebenda, S. 18

3) ebenda, S. 18

4) vgl. BGBl. 1952, I, S. 793, § 3a Ziff. 3, b, EStG.

5) vgl. § 43 Abs. I, Ziff. 3 - 6 EStG.

der Einkommensteuer einen höheren Steuerbetrag hätten abführen müssen. Andererseits hatte der Steuerpflichtige das Recht, die Veranlagung zur Einkommensteuer zu beantragen und damit bei geringeren sonstigen Einkünften oder Verlusten die Erstattung der Kapitalertragsteuer zu erlangen.

Gegenüber der bisherigen Besteuerung der Kapitalerträge aus festverzinslichen Wertpapieren ergibt sich durch das Kapitalmarktförderungsgesetz somit folgende Abstufung:

- 1) volle Steuerfreiheit,
- 2) ein Kapitalertragsteuerabzug von 30 %,
- 3) ein Kapitalertragsteuerabzug von 60 %.

Damit wurde nicht nur eine unsystematische Durchbrechung der progressiven Einkommenbesteuerung herbeigeführt, sondern es wurden auch verschiedene Zinsebenen geschaffen, die den Kapitalmarkt in schlecht miteinander kommunizierende Teilmärkte aufspalteten.

3. Die Diskriminierung der Industrie-Obligationen durch die Privilegierung der staatlichen Emissionen

a) Die steuerliche Begünstigung der Erträge öffentlicher Emissionen

Die Einkommensteuerbefreiung der Zinserträge öffentlicher Emissionen¹⁾ im Rahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes bedeutete eine Privilegierung des Kredites der öffentlichen Hand und damit gleichzeitig eine Benachteiligung des privaten Industriekredites. Während die öffentlichen Emissionen sowohl von der Einkommen- und Körperschaftsteuer als auch von der Gewerbe- und Kirchensteuer und dem Notopfer Berlin befreit wurden, unterlagen die Zinserträge aus

1) Hierunter fallen insbesondere:

- a) Pfandbriefe und Kommunalobligationen, die der Finanzierung des sozialen Wohnungsbaus dienen,
- b) Anleihen des Bundes und der Länder mit einer Laufzeit von mindestens 3 Jahren,
- c) Emissionen, die vom Kapitalverkehrsausschuß als besonders förderungswürdig anerkannt wurden.

Die Erträge dieser Wertpapiere sind im Rahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes nach den §§ 3a und 3b EStG von der Einkommensteuer befreit.

Industrie-Obligationen einer 30 %igen Kapitalertragsteuer. Zunächst war durch den 30 %igen Kapitalertragsteuerabzug nur die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer abgegolten. Erst durch eine Revision der Steuergesetze¹⁾ wurde die irrtümlich nicht aufgeführte Gewerbeertragsteuer und das Notopfer Berlin ebenfalls als abgegolten erklärt.

Durch die Steuerbefreiung der Zinserträge öffentlicher Emissionen verschaffte sich der Staat den Vorteil, seinen Kapitalbedarf zu einem niedrigen Nominalzinsfuß zu decken. Daß er aber durch die Steuerbefreiungen hohe Steuerausfälle, die ein Vielfaches des Zinsaufwandes betrugen, in Kauf nehmen mußte, berücksichtigten die Urheber des Kapitalmarktförderungsgesetzes vermutlich nicht. Jedenfalls ist es schwierig zu sagen, inwieweit hier der Gesetzgeber einer reinen Fiktion unterlag. In Wirklichkeit ist die Finanzierung mit Hilfe der begünstigten Emissionen eine sehr teure Geldkapitalbeschaffung zu Lasten des Steueraufkommens.

Ferner hinderten die Steuerbegünstigungen der staatlichen Emissionen die privaten Industrieunternehmen an der Gewährung eines für sie tragbaren und für die Kapitalanleger attraktiven Zinses ihrer Anleihen²⁾. Zwar wurden die Industrie-Obligationen durch das Kapitalmarktförderungsgesetz von dem bisher vorgeschriebenen Zwangszinsfuß von 6 1/2 % befreit, doch war es ihnen in Betracht der hohen Verzinsung der staatlichen Papiere (bei Berücksichtigung der steuerlichen Vorteile) praktisch unmöglich, mit den Emissionen der öffentlichen Hand zu konkurrieren. Dazu kam, daß es dem Staat durch die Einführung des Begriffs der Förderungswürdigkeit ermöglicht wurde, einen über die Selektionsfunktion des Zinses hinausgehenden Einfluß auf die Richtung der Geldkapitalströme zu nehmen. Das System der Privilegierung machte daher gleichzeitig eine administrative Kreditselektion (Kapitalverkehrsausschuß) notwendig³⁾.

1) Ergänzungsgesetz zum Kapitalmarktförderungsgesetz vom 15. Mai 1953, BGBl. I, Seite 190, Art. 2

2) Das normale Zinsgefälle verlangt, daß die industriellen Schuldverschreibungen eine etwas höhere Rendite bringen als öffentliche Anleihen und Pfandbriefe.

3) vgl. hierzu die Ausführungen über die "Emissionskontrolle" im Teil I, Kap. A, III, 4

b) Die steuerliche Begünstigung des Erwerbs von öffentlichen Emissionen

Nicht nur die Zinserträge der öffentlichen Emissionen wurden durch das Kapitalmarktförderungsgesetz steuerlich begünstigt, sondern auch der Ersterwerb dieser Papiere.

Nach § 10 EStG können im Jahre 1949 ersterworbene, unter § 17 Ziff. 2 EStDVO 1949 fallende und auf drei Jahre festgelegte Wertpapiere, deren Anschaffungskosten als Sonderausgaben abgesetzt worden waren, nach Ablauf der ersten dreijährigen Sperrfrist erneut auf drei Jahre steuerbegünstigt festgelegt werden. Der Steuerpflichtige konnte die Anschaffungskosten dann ein zweites Mal als Sonderausgaben absetzen.

Die steuerliche Erwerbsbegünstigung von Wertpapieren stellte insofern eine Diskriminierung des privaten Industriekredites dar, als die Industrie-Obligationen von der steuerlichen Erwerbsbegünstigung im Rahmen des § 10, I Ziff. 2 EStG ausgeschlossen wurden.

Um diese Benachteiligung zu beseitigen und um eine Gleichberechtigung der privaten Industripapiere mit den staatlichen Papieren zu erreichen, wurde - allerdings ohne Erfolg - gefordert, die Industrie-Obligationen in die Begünstigung einzubeziehen oder die Begünstigung für die öffentlichen Werte wieder abzuschaffen. Gegen die ungerechtfertigte Bevorzugung der öffentlichen Emissionen nahm u. a. auch das Deutsche Industrie-Institut in Köln Stellung. Es weist darauf hin, "daß der Ersterwerber einer öffentlichen Anleihe bei einer Einkommensteuerprogressionsstufe von 50 % während der dreijährigen Sperrzeit aus Steuerersparnis und Verzinsung eine Rendite von 20 % erhält; wenn eine Industrie-Obligation mit dieser Rendite konkurrieren wollte, müßte eine Bruttoverzinsung von 50 % geboten werden"¹⁾.

Die mit der Erwerbsbegünstigung verbundene Festlegung der betreffenden Papiere auf drei Jahre hat sowohl Vorteile als auch Nachteile. Als vorteilhaft für den Rentenmarkt erweist sich die langfristige Bindung in Zeiten großer Abgabeneigung, weil in diesem Fall weniger Material an den Markt strömt und der Kursdruck gemildert wird. Der Nachteil besteht darin, daß die langfristige Festlegung dem Prinzip der Mobilität der Effekten widerspricht, das eine der wichtigsten Voraussetzungen für das reibungslose Funktionieren des Effektenmarktes ist.

1) vgl. "Industriekurier", Jg. 1953, Nr. 77, S. 2

c) Die günstige Ausstattung der öffentlichen Emissionen

Außer den steuerlichen Begünstigungen ihrer Emissionen sicherte sich die öffentliche Hand einen weiteren Vorteil, indem sie ihre Effekten mit fünfjähriger Laufzeit ausstattete. Gegenüber den sonst üblichen Fristen von 10-20 Jahren ist diese Laufzeit als sehr kurz zu bezeichnen. Für die Obligationenfinanzierung der Industrie mußte sich diese Sonderkondition als zusätzlicher Nachteil auswirken. Die Industrieunternehmen sind im allgemeinen auf eine längere Laufzeit ihrer Anleihen angewiesen, da die aus diesen Anleihemitteln erstellten Anlageinvestitionen eine Amortisierungsdauer von 10-20 Jahren haben.

Die Fristigkeiten der Finanzierungsmittel und der damit erstellten Investitionen stimmen somit bei einer fünfjährigen Laufzeit nicht überein. Eine solche Kapitalbeschaffung ist deshalb mit den Grundsätzen einer gesunden Finanzierung nicht vereinbar, da sie ein zu hohes Risiko für die Liquidität des Unternehmens mit sich bringt.

Ferner ist zu berücksichtigen, daß der Staat sich bei der Rückzahlung seiner Anleihen auf kurzfristige Überbrückungskredite der BdL stützen und ihr auch die Kurspflege seiner Anleihen überlassen kann, während die Industrieunternehmen in der Kreditaufnahme, insbesondere in Zeiten von Kreditrestriktionen, sehr starken Beschränkungen unterworfen sein können und auch die Kurspflege ihrer Anleihen selbst übernehmen müssen.

In Anbetracht dieser Vorzüge der staatlichen Emissionen lag für die Industrieunternehmen die Schwierigkeit darin, ihre Anleihen so auszustatten, daß den Kapitalanlegern ein genügend hoher Anreiz zum Erwerb von Industrie-Obligationen geboten wurde. Eine derartige Ausstattung hätte jedoch - wenn man außerdem noch die Steuerbegünstigungen in die Vergleichsrechnung einbezieht - ein so hohes Zinsangebot von seiten der Industrieunternehmen vorausgesetzt, das auch ertragskräftige Gesellschaften zu gewähren nicht in der Lage waren.

Um die aus der kurzen Laufzeit staatlicher Anleihen erwachsende unbillige Konkurrenz zu verhindern, wurde die Forderung aufgestellt, die Vergünstigungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes auf echte langfristige Emissionen zu beschränken, d.h. die mittelfristigen staatlichen Anleihen, die praktisch als Geldmarktpapiere anzusprechen sind, von der Förderung auszuschließen. Diesem Verlangen wurde aber ebenso wenig stattgegeben wie der Forderung nach einer steuerlichen Gleichstellung privater und staatlicher Emittenten.

4. Die Auswirkungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes auf die Industrie-Obligationen

a) Der ungleiche Wettbewerb

Durch die steuerliche Ertrags- und Erwerbsbegünstigung sowie durch die kurze Laufzeit der staatlichen Emissionen wurden zwischen den privaten Industrieunternehmen und der öffentlichen Hand ungleiche Wettbewerbsbedingungen geschaffen.

Welcher ungleichen Konkurrenz sich die Industrie gegenüber sah, kommt am besten in einem Vergleich der Rendite einer öffentlichen Anleihe und der einer Industrie-Obligation zum Ausdruck. Der Besitzer einer 5 %igen steuerbegünstigten staatlichen Anleihe erzielte (bei einer 50 %igen Einkommensbesteuerung) mit seinem in diesem Papier angelegten Geldkapital denselben Ertrag, den ihm eine besteuerte Geldanlage erst bei einem 17 %igen Bruttozins erbringt. Umgerechnet auf eine 8 %ige Industrie-Obligation, die einer 30 %igen Kuponsteuer unterliegt und dabei eine Rendite von 5,6 % gewährt, bedarf es einer 19 %igen Bruttoverzinsung, um ihrem Besitzer denselben Nettoertrag zu liefern wie eine öffentliche Anleihe¹⁾.

Die hohen Renditen der staatlichen steuerfreien Papiere und andere steuerliche Gesichtspunkte veranlaßten vor allem die Banken²⁾ und Industrieunternehmen³⁾ zu einer umfangreichen Anlage ihrer liquiden Mittel in diesen Werten⁴⁾.

Die Folge der ungleichen Konkurrenz war, daß der Rentenmarkt für Neuemissionen von Industrie-Obligationen nicht aufnahmefähig war.

In ihrem Monatsbericht vom September 1953⁵⁾ weist die BdL darauf hin, daß die geringe Auflage von Industrie-Obligationen hauptsächlich darauf zurück-

1) vgl. ZfdgK, Jg. 1953, Nr. 13, S. 394

2) Das Wertpapierportefeuille der Banken erhöhte sich 1953 um 1,1 Mrd. DM (vgl. Geschäftsbericht der BdL 1953, S. 55)

3) Es gab eine ganze Reihe von Unternehmen, die für den Kauf der steuerbegünstigten Anleihen Bankkredite aufnahmen. Infolge der dadurch verursachten Minderung ihres Bruttoertrages hatte die Unternehmung lediglich die Differenz zwischen den Kreditkosten und der Nettorendite der steuerfreien Papiere aufzuwenden und konnte dann den Rest als Nettoertrag aus dieser Transaktion behalten.

4) Der Anteil der Wirtschaftsunternehmen (einschl. Banken und Versicherungen) am Wertpapierabsatz im Jahre 1953 betrug 50 % gegenüber nur 21 % im Jahre 1952 (vgl. Geschäftsbericht der BdL 1953, S. 55)

5) vgl. Monatsbericht der BdL vom September 1953, S. 9

zuführen sei, "daß die Bedingungen, mit denen die Industrie ihre Schuldverschreibungen ausstatten müßte, um sie im Hinblick auf die Konkurrenz der steuerbefreiten Papiere unterbringen zu können, ihre Ertragskraft übersteigen würden. Die öffentliche Hand solle daher nicht nur auf überflüssige Emissionen verzichten, sondern auch ihre Emissionen mit Bedingungen ausstatten, die eine harte, unbillige Konkurrenz für private Emissionen vermeiden".

Solange jedoch die Vorzugsstellung der öffentlichen Hand nicht beseitigt war, konnte es keinen freien Effektenmarkt geben; denn ein freier Markt kann seine Funktionen nur dann erfüllen, wenn jeder Anbieter freien Zutritt zum Markt hat und ihm nicht - wie durch die Maßnahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes - der Zugang versperrt wird.

b) Die Emissionskonjunktur der staatlichen Emissionen

Für die Industrie wurde somit durch das Kapitalmarktförderungsgesetz der Sperriegel vor dem Kapitalmarkt nicht weggeschoben. Das Ergebnis dieses Kapitalmarkt-Interventionismus war vielmehr eine Emissionskonjunktur der öffentlichen Hand zu Lasten der privaten industriellen Emittenten. Innerhalb kurzer Zeit wurde durch Bund¹⁾ und Länder eine Reihe von Anleihen aufgelegt, die den Rentenmarkt für Kreditaufnahmen der Privatindustrie versperren. Das infolge der Steuerbegünstigungen und sonstigen Vorzugsbedingungen an den Rentenmarkt strömende Geldkapital wurde nicht der kapitalbedürftigen Industrie für langfristige Investitionen zugeführt, sondern von dem Groß-Kreditnehmer Staat für seine Zwecke abgeschöpft. Der Geschäftsbericht der BdL 1953 spricht von einer "weitgehenden Monopolisierung des Emissionsmarktes von den durch das Kapitalmarktförderungsgesetz begünstigten Emittenten"²⁾, während die Wirtschaft im engeren Sinne (gemeint ist die Industrie) kaum zum Zuge kam³⁾.

"Von den seit Erlaß des Kapitalmarktförderungsgesetzes untergebrachten Rentenwerten im Gesamtbetrag von 3,3 Mrd. DM (ohne Investitionshilfepapiere) entfielen nicht weniger als 2,8 Mrd. DM oder 84 % auf solche von der Steuerpflicht befreiten Papiere"⁴⁾.

Betrachtet man zum Vergleich die bescheidenen Emissionsergebnisse und den

1) 500 Mio DM Bundesanleihe

2) Geschäftsbericht der BdL 1953, S. 21

3) ebenda, S. 18

4) ebenda, S. 54

hohen Kapitalbedarf der Industrie, so zeigt sich, zu welcher einseitigen Kapitalverschiebung das Kapitalmarktförderungsgesetz geführt hat. Wohl lenkte der Zins das Geldkapital zu den Stellen der höchsten Rentabilität, jedoch zu einer durch steuerliche Begünstigungen auf Kosten des Steuerzahlers künstlich erhöhten Rentabilität, die nicht identisch ist mit einer nach den Spielregeln des freien, ungehinderten Wettbewerbs zustande gekommenen Rentabilität. Nicht die Ergiebigkeit des eingesetzten Kapitals entschied über die Richtung der Kapitalströme, sondern Steuergesetze, die das Kapital in die staatlichen Kanäle lenkten.

5. Die Aufhebung des Zinsstopps

Infolge der starken Inanspruchnahme des Rentenmarktes durch die Emissionen der öffentlichen Hand blieb die Aufnahmefähigkeit des Marktes für Industrie-Obligationen beschränkt. Die vorhandenen Absatzchancen gestatteten nur die Auflage von Anleihen, die auf Grund einer vorteilhaften Ausstattung einen genügend hohen Anreiz für Kapitalanleger zu bieten imstande waren. Andererseits stellte sich für die Industrie-Unternehmen die Frage, ob der mit Hilfe dieser Mittel erwirtschaftete Ertrag entsprechend hohe Kapitalbeschaffungskosten zuließ.

a) Die Emission 8 %iger Industrie-Anleihen

Nachdem durch das Kapitalmarktförderungsgesetz der bisher geltende Zinsstopp in Höhe von $6 \frac{1}{2} \%$ aufgehoben wurde, trat eine Reihe von Industrieunternehmen mit 8 %igen Obligationen an den Effektenmarkt heran.

Außer dem höheren Nominalzinsfuß von nunmehr 8 % waren weitere Abweichungen in der Ausstattung der neuen Anleihen gegenüber den früheren Obligationen festzustellen. Zwar wurde der Ausgabekurs von 98 % beibehalten, doch wurde die Laufzeit der neuen Emissionen gekürzt¹⁾, um ein gewisses Gegengewicht zu den kurzen Laufzeiten der staatlichen Anleihen zu haben. Die neuen Rückzahlungskurse betrugen allgemein 103 %. Als besonderes Merkmal der

1) die durchschnittliche Laufzeit betrug 10 Jahre.

neuen Obligationen galt die sogenannte "DEGUSSA-Klausel"¹⁾, die den Anleihegläubigern ein vorzeitiges Kündigungsrecht (frühestens nach sechs Jahren; zu gleitenden Einlösungskursen, der Rückzahlungskurs ermäßigte sich bei vorzeitiger Kündigung von 103 % auf 102 %) einräumte.

aa) Starke Nachfragebelebung durch attraktives Zinsangebot

Durch die günstige Ausstattung dieser Anleihen ergab sich eine weit höhere Rendite als die nach Abzug der 30 %igen Kapitalertragsteuer errechnete steuerfreie Nominalverzinsung von 5,6 %. "Berücksichtigt man den Emissionskurs und das Rückzahlungsaufgeld und legt eine mittlere Laufzeit von 10 1/2 Jahren zugrunde, so beträgt die Effektivverzinsung brutto 8,7 % und ... die steuerfreie Netto-Rendite mindestens 6,2 %. Sie liegt damit um ein ganzes Prozent über der Netto-Rendite der Bundesanleihe von rund 5,2 % und um rund 0,6 % über der Rendite der auf 5,5 % herabkonvertierten²⁾ alten Industrie-Obligationen"³⁾. Für Ausländer waren die neuen 8 %igen Industrie-Anleihen noch attraktiver. Bei den mit Hilfe von Sperrmarkguthaben gezeichneten Anleihen wurde ihnen auf Antrag die einbehaltene Kapitalertragsteuer (Kuponsteuer) zurückerstattet⁴⁾, "so daß sich für sie Netto-Renditen von 8,5 % ergaben"⁵⁾. Von dieser Möglichkeit machten die Devisenausländer starken Gebrauch und trugen damit wesentlich zu einer Belebung der Nachfrage nach den 8 %igen Titeln bei.

Die guten Absatzchancen gestatteten der Industrie, die Emissionsbedingungen der folgenden Anleihen zu ihren Gunsten abzuändern. Die Unternehmen konnten nicht nur auf längere Laufzeiten übergehen, sondern auch auf die

1) Die 10 Mio DM 8 %ige Anleihe der Deutschen Gold- und Silberscheideanstalt vom Februar 1953 war die erste, die mit einem solchen Kündigungsrecht ausgestattet war. (vgl. Tabelle über die Ausgabe von Ind.-Oblig. im Jahre 1953, "Das Börsenbild 1953", Nordd. Bank AG, Seite 10)

2) Die im Rahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes durchgeführten Konversionen (z.B. die Anleihe der Hamburgischen Elektrizitätswerke von 1949) waren demnach für den Besitzer dieser Anleihen nur insofern von Vorteil, wenn er unter einer 30 %igen Einkommenbesteuerung lag und infolge der Steuerbefreiung der herabkonvertierten Anleihen nicht mehr die Rückerstattung der zuviel gezahlten Kapitalertragsteuer beantragen mußte.

3) Der Volkswirt, Jg. 1953, Nr. 9, S. 21

4) Ergänzungsverordnung vom 31.7.53 zur KStDV, vgl. "Börsen und Wirtschaftshandbuch der Frankfurter Zeitung" 1954, S. 17

5) vgl. "Die Börse 1953", Berliner Bank AG, S. 41

"DEGUSSA-Klausel" verzichten¹⁾.

Im Sommer wurden dann die ersten 8 %igen Montan-Anleihen (Mannesmann und Klöckner) aufgelegt, die bei einem 98 %igen Emissionskurs und einem 103 %igen Rückzahlungskurs eine Laufzeit von 15 Jahren hatten²⁾. Als die starke Nachfrage nach Industrie-Obligationen weiterhin anhielt, waren die Voraussetzungen gegeben, den Zinsfuß der Industrie-Anleihen von 8 % auf 7 1/2 % herabzusetzen (Siemens-Anleihe)³⁾.

Der flotte Absatz der 8 %igen Industrie-Obligationen zeigt, daß der Rentenmarkt für größere Beträge von Industrie-Anleihen aufnahmefähig ist, wenn den Industrie-Emissionen auch nur annähernd gleiche Startbedingungen wie den staatlichen Emissionen zugestanden werden.

bb) Hohe Kapitalbeschaffungskosten hemmen Emissionsvorhaben

Der Absatz an Industrie-Obligationen in Höhe von 396, 2 Mio DM lag im Jahre 1953 rd. 100 Mio DM über der Auflegung von 295, 5 Mio DM⁴⁾. Trotz der günstigen Absatzlage wurden von den Unternehmen nur wenige Anleihen begeben. Die Ursachen der geringen Emissionstätigkeit sind nicht auf die mangelnde Anlagebereitschaft der Sparer, sondern auf die "relativ hohen Kapitalbeschaffungskosten" zurückzuführen⁵⁾.

Durch die Bedienung der Obligation einschließlich der Emissionskosten und des Disagios ergab sich eine Kostenbelastung von 9 1/2 %. Dazu kam die Belastung der Anleihen mit einem Kündigungs- und Rückzahlungsrisiko entsprechend der Degussa-Klausel.

In Anbetracht dieser Konditionen konnten solche - mit kurzer Laufzeit und hohem Rückzahlungskurs ausgestatteten - Anleihen nur von finanzstarken Unternehmen ohne Risiko für ihre Liquiditäts- und Kostenlage emittiert werden.

Die meisten Gesellschaften waren daher bestrebt, eine Zinssenkung am Obligationenmarkt herbeizuführen.

1) z.B. die Anleihe der Harpener Bergbau A.G. vom November 1953

2) vgl. "Der Volkswirt", Jg. 1953, Nr. 34, S. 18

3) vgl. Tabelle über die Ausgabe von Industrie-Obligationen i. J. 1953 in "Das Börsenbild 1953", Nordd. Bank A.G., Seite 10

4) Monatsbericht der BdL November 1956, S. 83, Statistik

5) Geschäftsbericht der BdL 1953, S. 54

b) Die Tendenz zur Zinssenkung

Nachdem die Siemens u. Halske AG mit ihrer 7 1/2 %igen Anleihe¹⁾ einen Vorstoß in Richtung auf einen niedrigeren Anleihezins unternommen hatte, folgte eine Anzahl anderer Industrieunternehmen mit ebenfalls 7 1/2 %igen Emissionen.

aa) Laufende Änderungen der Emissionsbedingungen

"Die anhaltende einseitige Beanspruchung des Kapitalmarktes durch Emittenten steuerbegünstigter Papiere"²⁾ wirkte sich nachteilig auf die 7 1/2 %igen Industrie-Anleihen aus, so daß die Gesellschaften gezwungen waren, im Frühjahr 1954 ihre Emissionsbedingungen wiederum zu ändern. Zum Teil wurden weiter 7 1/2 %ige Anleihen begeben - jedoch zu einem Emissionskurs von 96 % und einem Rückzahlungskurs von 100 %.

Andere Unternehmen kehrten zu dem früheren Zinssatz von 8 % zurück, bei einem Ausgabekurs von 98 % und einem Rückzahlungskurs von 103 % oder 102 %³⁾. Bei diesen Emissionen handelte es sich jedoch um Effekten, die im Rahmen der Investitionshilfe "zugeteilt" wurden und deshalb nicht am freien Markt angeboten wurden.

Erst im Mai 1954 erschien wieder eine 7 1/2 %ige Anleihe mit einem Ausgabekurs von 98 % und einem Rückzahlungskurs von 103 % am offenen Markt⁴⁾.

bb) Geringe Obligationenfinanzierung

Trotz guter Emissionschancen im Herbst 1954 machten nur wenige Industrieunternehmen Gebrauch von der Obligationenfinanzierung. Infolge der erwarteten weiteren Zinssenkung hielten sich die Gesellschaften in ihren Emissionen zurück.

Im Oktober 1954 wurde eine 7 %ige Anleihe bei einem 98 %igen Ausgabekurs aufgelegt⁵⁾. Danach erfolgten keine weiteren Auflagen am offenen Markt. - Obwohl die eingetretene Zinssenkung den Industrie-Unternehmen gestattet hätte, ihren Kreditbedarf zu tragbaren Zinssätzen zu decken und das Bundeswirtschaftsministerium im Einverständnis mit der Bank deutscher Länder die

1) Betrag 100 Mio DM, Ausgabekurs 98, Rückzahlungskurs 103; kein Gläubigerkündigungsrecht - vgl. ZfdgK Jg. 1954, Nr. 1, S. 10.

2) Geschäftsbericht der BdL 1954, S. 26

3) vgl. die Tabelle über die Ausgabe von Industrie-Obligationen "Das Börsenbild 1954", Norddeutsche Bank AG, S. 17 und 18

4) ebenda

5) ebenda

Emissionen der Realkreditinstitute begrenzte¹⁾, nahmen die privaten Kapital-Gesellschaften die ihnen gebotene Chance zu größeren Anleihe-Emissionen nicht wahr. Der Grund lag vor allem darin, daß sie sich in ihren Zinssätzen noch nicht langfristig festlegen wollten, weil sie über die Entwicklung des Anleihe-marktes nach Auslaufen des Kapitalmarktförderungsgesetzes im unklaren waren.

Die BdL führt als weiteren Grund an, "daß den Industrie-Unternehmen in beträchtlichem Umfang Kredite außerhalb des Wertpapiermarktes und zum Teil auch außerhalb des Bankensystems zu Konditionen zur Verfügung gestanden haben, die eine Kapitalbeschaffung zu den am Wertpapiermarkt herrschenden Zinssätzen für Industrie-Obligationen in manchen Fällen weniger reizvoll erscheinen ließen"²⁾.

Mit einer Auflage von 981,5 Mio DM Industrie-Obligationen lag das Ergebnis von 1954 zwar weit über dem von 1953 (295,5 Mio DM)³⁾. Allerdings sind davon die Emissionen für die Investitionshilfe abzuziehen, so daß sich lediglich eine "freie" Auflage von 363 Mio DM Industrie-Obligationen ergibt⁴⁾. Nach Abzug von 385 Mio DM, die im Rahmen der Investitionshilfe den Aufbringungs-pflichtigen zugeteilt wurden⁵⁾, vermindert sich auch das Absatzergebnis von 791,5 Mio DM auf rd. 406 Mio DM "reiner" Industrie-Obligationen; das sind nur rd. 100 Mio DM mehr als 1953⁶⁾.

III. Freiheit und Gleichheit am Rentenmarkt

1. Die Befreiung des Effektenmarktes

Mit dem Inkrafttreten des "Gesetzes zur Neuordnung der Steuern"⁷⁾, der sogenannten "Großen Steuerreform" am 1. Januar 1955 war das Kapitalmarktförderungsgesetz abgelaufen.

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1954, S. 26

2) vgl. ebenda S. 61

3) Statistik über Auflegung und Absatz festverzinslicher Wertpapiere im Monatsbericht der BdL, November 1956, S. 83

4) Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 60

5) Geschäftsbericht der BdL 1954, S. 60 Tabelle 16

6) ebenda, S. 61

7) verkündet am 17.12.1954 BGBl, I, S. 373 ff.

Der Effektenmarkt wurde von einem System steuerlicher Bevorzugungen und steuerlicher Benachteiligungen bestimmter Wertpapierarten befreit, das in den vergangenen Jahren zu schweren Verzerrungen auf dem Effektenmarkt geführt hatte.

Durch die gleiche Besteuerung gleichartiger Effektenkategorien sollten die Verzerrungen beseitigt und dadurch die Voraussetzungen für einen freien Effektenmarkt geschaffen werden.

Die Spaltung des Anleihezinses in steuerfreie, steuerbegünstigte und nicht steuerbegünstigte Zinsen wurde aufgehoben und damit die Zinsfreiheit für die ab diesem Zeitpunkt neu emittierten Rentenpapiere verwirklicht. Das Jahr 1955 war deshalb "das erste Jahr wirklich freier Wertpapieremissionen, für die es keine Reglementierung und keine steuerlichen Bevorzugungen mehr gab"...; es war "das Jahr der großen Ouvertüre eines freien Kapitalmarktes"¹⁾.

Für den Rentenmarkt galten nunmehr folgende Bestimmungen:

1. Die Zinserträge aller nach dem 1. Januar 1955 emittierten festverzinslichen Wertpapiere unterliegen einer normalen Einkommensbesteuerung²⁾ (sogenannter Tarifbesteuerung) wie die anderen Einkünfte.
2. Die durch das Kapitalmarktförderungsgesetz vom 15. Dezember 1952 eingeführte Steuerbefreiung bestimmter Zinsen (öffentlicher Anleihen und Sozialpfandbriefe) gilt nur noch für Zinsen aus solchen Anleihen, die vor dem 1. Januar 1955 ausgegeben worden sind³⁾.
3. Der die Einkommensteuer grundsätzlich abgeltende Kapitalertragsteuerabzug (§ 46a EStG), die sogenannte 30 %ige Kuponsteuer (§ 44 EStG), gilt nur mehr für Zinsen aus Anleihen (Industrie-Obligationen sowie für die höher als 5,5 % verzinslichen Pfandbriefe und öffentlichen Anleihen), die vor dem 1. Januar 1955 (im Rahmen des Kapitalmarktförderungsgesetzes) ausgegeben worden sind⁴⁾.

Die Befürchtungen, daß nach dem Auslaufen des Kapitalmarktförderungsgesetzes eine starke Marktschwächung am Rentenmarkt eintreten würde, bewahrheiteten sich nicht. Wider Erwarten zeigte sich eine günstige Aufnahmefähigkeit für festverzinsliche Werte. Unter diesen Umständen konnten die Emittenten zu (für sie) günstigeren Emissionsbedingungen übergehen. Nachdem die Real-

1) "Die Börse 1955", Berliner Bank A.G., S. 5

2) vgl. § 3a EStG in der Fassung vom 17.12.1954

3) ebenda

4) vgl. § 43 EStG in der Fassung vom 17.12.1954

kreditinstitute in der Übergangszeit 1954/55 eine Emissionspause eingelegt hatten, wagten sie eine vorsichtige Anpassung des Zins- und Kursniveaus, indem sie den Markt mit niedriger verzinslichen Werten (4 %ige und 5 %ige Pfandbriefe)¹⁾ abtasteten.

2. Die Zurückhaltung der industriellen Emittenten

Die Emittenten von Industrie-Obligationen übten jedoch äußerste Zurückhaltung. Im ersten Halbjahr 1955 wurden laut Statistik der BdL²⁾ überhaupt keine Industrie-Anleihen begeben.

"Im Verlauf des ganzen Jahres 1955 wurden nominal nur 8 Mio DM Industrie-Obligationen³⁾ neben 84 Mio DM Wandelschuldverschreibungen aufgelegt, die überdies vorwiegend von bestimmten Aktionären oder Finanzierungsinstituten übernommen wurden"⁴⁾. Insofern konnten die Industrie-Obligationen im Jahre 1955 im Gegensatz zur Aktie nur einen unwesentlichen Beitrag zur Industriefinanzierung leisten. "Der Absatz war 1955 zwar (ohne 285 Mio DM zugeteilte Investitionshilfepapiere) mit 147 Mio DM weit größer als die Emission, da Restbestände alter Emissionen verkauft werden konnten, erreichte jedoch nur reichlich ein Drittel des Betrages von 1954 mit 406 Mio DM"⁵⁾.

Die Zurückhaltung der Emittenten ergab sich aus

1. der Bevorzugung der Schuldscheindarlehen,
2. der Belastung des Obligationenmarktes durch die Investitionshilfepapiere
3. der Liquiditätsempfindlichkeit der Wertpapieranleger und
4. der Restriktionspolitik der Notenbank

Im einzelnen lassen sich diese verschiedenen Ursachen wie folgt erklären:

a) Die Bevorzugung der Schuldscheindarlehen

Eine der wichtigsten Ursachen der geringen Emissionstätigkeit lag in dem Um-

1) vgl. Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 24

2) Emissionsstatistik im Monatsbericht der BdL v. November 1956, S. 83

3) Die neuen, tarifbesteuerten Werte sind nur vereinzelt zum Börsenhandel zugelassen worden. - Vgl. "Die Börse 1955", Berliner Bank A.G. S. 42

4) Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 60

5) ebenda

stand, daß die Industrieunternehmen die reichlich angebotenen billigeren Schuldscheindarlehen bevorzugten. - Die Schuldscheindarlehen, die insbesondere von Versicherungsgesellschaften an die ihnen geschäftlich verbundenen Industrieunternehmen gewährt wurden, waren insofern eine beliebte Finanzierungsform für die Gesellschaften, als dieses Finanzierungsinstrument im Vergleich zu den Emissionskosten einer Effektenemission (Wertpapiersteuer, Druck der Obligationen, Werbung, Börseneinführung, Bankprovision, Kurspflege) bedeutend billiger und in seiner Handhabung bequemer war.

Die BdL spricht sich gegen diese starke unmittelbare Betätigung gewisser Kapitalsammelstellen im Kreditgeschäft aus und meint: "Zweifelloß läge es im Interesse einer gesunden Kapitalverteilung, wenn sich die Stellen, bei denen heute ein großer Teil der volkswirtschaftlichen Kapitalbildung konzentriert ist, zur Anlage der betreffenden Mittel in stärkerem Maße der traditionellen Institutionen der Kapitalvermittlung, wie vor allem des Wertpapiermarktes, bedienten"¹⁾.

b) Die Belastung des Obligationenmarktes durch die Investitionshilfepapiere

Als weiterer Nachteil für die Emission von Industrie-Obligationen am offenen Markt erwies sich die Belastung des Obligationenmarktes durch die Zuteilung der Investitionshilfepapiere an Aufbringungspflichtige. Da diese Wertpapierausschüttungen aus der Investitionshilfe zu einem sehr großen Teil weiterveräußert wurden, erfuhren sie alsbald einen empfindlichen Kursrückschlag, der auch die übrigen Industrie-Obligationen in Mitleidenschaft zog.

c) Die Liquiditätsempfindlichkeit der Wertpapieranleger

Die Kurseinbußen bei den Industrie-Obligationen wurden noch verstärkt durch die infolge der Diskontsatzserhöhung im September 1955 ausgelösten scharfen Liquiditätsanspannungen. Die Kurse der 8 %igen pauschalbesteuerten Industrie-Anleihen, die bis zu 107 % notierten, sanken teilweise unter pari²⁾. Die strukturelle Schwäche des Rentenmarktes war bedingt durch "seine hohe Anfälligkeit gegen Liquiditätsanspannungen", die ihrerseits darauf zurückzuführen war, "daß in sehr viel größerem Umfange als früher Rentenpapiere von Kapitalsammelstellen gekauft wurden, die selbst sehr geldmarktempfindlich sind"³⁾. Nach Angaben der BdL vergrößerte sich der Wertpapierbestand

1) Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 28

2) vgl. "Die Börse 1955", Berliner Bank AG., S. 42

3) Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 62

an festverzinslichen Werten der Kreditinstitute im Jahre 1955 um 1,34 Mrd. DM. Dieser Betrag entspricht 36 % des gesamten Rentenabsatzes im Jahr 1955. Im Erstabsatz waren die Kreditinstitute sogar mit 54 % und die "sonstigen Wirtschaftsunternehmen" mit 20 % beteiligt¹⁾. Der Absatz an private Anleger betrug nur 3 % (gegenüber 7 % im Vorjahr)²⁾. Ohne Zweifel war der geringe Absatz an Private eine Folge der nach Ablauf des Kapitalmarktförderungsgesetzes entfallenen Steuerbegünstigungen des Ertrages und der neuen Regelung, daß Wertpapiere auf nunmehr 10 bzw. 7 (bei Steuerpflichtigen, die das 50. Lebensjahr vollendet haben) Jahre festgelegt werden mußten, wenn für sie die steuerlichen Vergünstigungen des § 10 EStG (Kapitalansammlungsvertrag) in Anspruch genommen wurde³⁾. Da die hohen Wertpapierbestände der Banken und der sonstigen Wirtschaftsunternehmen zu einem großen Teil als Anlage flüssiger Mittel (Kassenüberschüsse) dienten und infolgedessen nicht als Daueranlage gedacht waren, blieben die Rückwirkungen der liquiditätspolitischen Eingriffe der Notenbank⁴⁾ auf den im hohen Grade geldmarktempfindlichen Rentenmarkt nicht aus.

Im Gegensatz zur BdL, die die Geldmarktempfindlichkeit des Kapitalmarktes als "unbestreitbar zu den bedenklichsten Schwächen des derzeitigen Finanzierungssystems"⁵⁾ zählt, ist die Berliner Bank A.G. der Ansicht, "daß diese Empfindlichkeit gerade als Beweis für die Normalisierung der Geld- und Kapitalmärkte und als Symptom der glücklicherweise wiedergewonnenen Elastizität und Reagibilität angesprochen werden darf"⁶⁾. "Es sei auch", so meint die Bank, "vom volkswirtschaftlichen Gesichtspunkt aus nicht ungesund, wenn Industrieunternehmen flüssige Mittel in Rentenwerten anlegten. Ob sie es vom betriebswirtschaftlichen Standpunkt aus verantworten könnten, sei ihre Sache"⁷⁾.

Die Entwicklung des Rentenmarktes im Jahr 1955 zeigte somit, wie eng die einzelnen Gebiete des Geld- und Kapitalmarktes miteinander verbunden sind und wie stark durch kreditpolitische Eingriffe das Gefüge und die Funktion dieser Märkte gestört werden kann.

1) Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 62/63

2) ebenda, S. 63

3) Änderung des § 10 EStG durch die Große Steuerreform in der Fassung vom 17. Dezember 1954

4) Diskontsenkung im September 1955

5) Geschäftsbericht der BdL 1955, S. 27

6) "Die Börse 1955", Berliner Bank A.G., S. 11

7) "Die Börse 1955", S. 12

d) Die Restriktionspolitik der Notenbank und ihre Folgen

Die auf eine Dämpfung des konjunkturellen Booms abzielende Restriktionspolitik der BdL bestimmte den Rentenmarkt auch im ersten Halbjahr 1956. Die Folge dieser kreditpolitischen Maßnahmen waren Zinssteigerungen am Kapitalmarkt, die sowohl die Emittenten als auch die Anleger zur Zurückhaltung veranlaßte. Die Emittenten zögerten, weil sie die weitere Zinsgestaltung abwarten wollten und sich über die Ausstattung neuer Anleihen noch nicht im klaren waren; die Anleger hingegen hielten sich zurück, weil sie weitere Zinserhöhungen erwarteten und sich deshalb noch nicht festlegen wollten.

Angesichts dieser Situation läßt sich die völlige Emissionsstille am Obligationenmarkt erklären. Während des ersten Halbjahres 1956 wurden von den Gesellschaften keine Anleihen begeben¹⁾.

Infolge der immer noch sehr hohen Selbstfinanzierung, die von einer Kreditverteuerung nicht unmittelbar betroffen wird, wurden jedoch die Investitionsvorhaben der ertragreichen Gesellschaften kaum eingeschränkt. Betroffen wurde durch die restriktive Kreditpolitik vielmehr der zins- und geldmarktempfindliche Teil des Effektenmarktes. Dazu zählt neben dem Aktienmarkt auch der Markt für Industrie-Obligationen.

IV. Die Rückkehr zur Obligationen-Finanzierung

Der Bedarf an langfristigen Mitteln für die Finanzierung von Investitionen und zur Konsolidierung kurzfristiger Kredite wurde für viele Industrieunternehmen immer dringender.

1. Der neue 8 %ige Anleihe-Typ

Als Ende 1956 die Robert Bosch GmbH mit einer 8 %igen Anleihe bei einem Emissionskurs von 98 % an den Markt herantrat und mit ihrer Emission einen unerwartet großen Erfolg erzielte, änderte sich die Lage am Obligationen-

1) vgl. Tabelle über die "Auflegung von Industrie-Obligationen im Jahr 1956" - "Das Börsenbild 1956", Norddeutsche Bank A.G., S. 12 und 13

markt schlagartig: Die neue Anleihe wurde zum Vorreiter einer ganzen Anzahl weiterer Emissionen.

a) Die Ausstattung der neuen Anleihen

Die im zweiten Halbjahr 1956 emittierten Industrie-Anleihen zeigen eine beinahe gleichartige Ausstattung: Der Zinsfuß beträgt bei allen Anleihen 8 %, der Ausgabekurs bewegt sich um 98 % und 99 %; der Rückzahlungskurs ist einheitlich 100 %. Die Laufzeit ist (mit zwei Ausnahmen) auf 20 Jahre festgesetzt¹⁾.

Außer diesen Konditionen zeigte die Bosch-Anleihe ein besonderes Merkmal. Sie war die erste 8 %ige, tarifbesteuerte Anleihe. Ferner war sie mit dem Vorzug ausgestattet, daß für sie - als erste Industrie-Obligation - ein steuerbegünstigter Kapitalansamlungsvertrag zu den damals gültigen Sperrfristen von 10 bzw. 7 Jahren abgeschlossen werden konnte.

Die Anwendung der Tarifbesteuerung bedeutete, daß gemäß § 43, Absatz 2 EStG²⁾ bei Zinserträgen aus den nach dem 31.12.1954 ausgegebenen festverzinslichen Wertpapieren im Sinne des § 43, Absatz 1, Ziff. 4 bis 6 eine Kapitalertragsteuer nicht einbehalten wurde, sondern daß diese Kapitalerträge nach den normalen Tarifsätzen der Einkommensteuer zusammen mit den anderen Einkünften zu versteuern waren. - Zur Einkommensteuer veranlagte Obligationäre, deren Zinserträge unter der einkommensteuerpflichtigen Grenze blieben und Lohnsteuerpflichtige mit einem Einkommen unter DM 24.000. -, deren steuerpflichtige Nebeneinkünfte die Grenze von DM 600. -- nicht überstiegen³⁾, konnten die Zinsen in voller Höhe steuerfrei vereinnahmen. Für diese Gruppen bedurfte es deshalb nicht mehr des bisher üblichen, sehr umständlichen Erstattungsverfahrens. Jene Einkommen- und Lohnsteuerpflichtigen, deren Steuerstufe unter dem gültigen Kapitalertragsteuersatz von 30 %⁴⁾

-
- 1) vgl. Tabelle über die "Auflegung von Industrie-Obligationen im Jahr 1956" - "Das Börsenbild 1956", Norddeutsche Bank A.G., S. 12 und 13
 - 2) vgl. EStG 1955 in der Fassung vom 17.12.1954, BGBl.I, Seite 373 ff und § 1 der Kap.St. DVO in der Fassung vom 25.2.1956, BGBl.I, Seite 95
 - 3) Nach § 46 EStG werden Lohnsteuerpflichtige nur dann zur Einkommensteuer veranlagt, wenn ihr Einkommen mehr als DM 24.000. - oder die Einkünfte, von denen der Lohnsteuerabzug nicht vorgenommen worden ist, mehr als DM 600. -- betragen.
 - 4) Bei Zinserträgen aus festverzinslichen Wertpapieren, die gem.§ 43, Abs.1 Ziff.3-6 EStG mit einem 30 %igen Kapitalertragsteuersatz (der sog. Kuponsteuer) belegt wurden, waren nach dessen Abzug Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbeertragsteuer grundsätzlich abgegolten.

lag, konnten die Erstattung der zuviel einbehaltenen Kapitalertragsteuer beantragen¹⁾. Der Übergang zur Tarifbesteuerung der Anleihen brachte somit wesentliche Vorteile.

b) Stürmische Nachfrage

Der Anreiz, der damit dem privaten Publikum zum Erwerb der neu emittierten Industrie-Obligationen gegeben wurde, schlug sich in einem bisher nie erreichten Anteil privater Käufer am Absatz dieser Papiere nieder. Nach einer Statistik²⁾ betrug der Anteil des Privatpublikums im Juli 1956 70 %, im August 40 %, im September 53 % und im Oktober 60 %³⁾.

Dieses Ergebnis zeigt, daß unter einigermaßen günstigen Bedingungen auch der private Sparer am Effekterwerb interessiert werden kann.

c) Die Emissionswelle

Industrieunternehmen, die sich zu diesem Zeitpunkt Finanzierungsmittel beschaffen wollten, sahen sich vor die Frage gestellt, ob sie sich die benötigten Mittel wie im vergangenen Jahr durch Aufnahme von Schuldscheindarlehen oder - angesichts der nunmehr günstigen Situation am Obligationenmarkt - durch die Emission von Anleihen beschaffen sollten.

Als der flotte Absatz⁴⁾ der neuen 8 %igen Anleihe bewies, daß ein marktgerech-

1) vgl. § 13, Abs. 1, Kap. St. DVO in der Fassung vom 25. 2. 1956, BGBl. I, S. 95

2) vgl. ZfdgK, Jg. 1956, Nr. 24, S. 25

3) "Nach einer Untersuchung, die in Bankkreisen über die Placierung der neuen Industrie-Obligationen durchgeführt wurde und als ziemlich repräsentativ für die Gesamtheit der Kreditbanken gelten darf, wurden die neuen Obligationen zu 77 % im Inland und zu 23 % im Ausland placiert". ... "Während es sich bei den ausländischen Käufern fast ausschließlich um Kreditinstitute handelt, die die Obligationen an ihre Kunden weiterveräußert haben, dominiert unter den Inlandskäufern das Privatpublikum. Am Gesamtabsatz ist das Inlandspublikum mit 53,5 % beteiligt, während auf Versicherungsgesellschaften 15,5 % und auf Kreditinstitute und sonstige Wirtschaftsunternehmen je 4 % entfallen". (vgl. Industriekurier vom 18. 9. 1956, Nr. 142)

4) Die BOSCH-Anleihe wurde von 10 auf 40 Mio DM aufgestockt und konnte am ersten Zeichnungstag untergebracht werden. vgl. Geschäftsbericht der BdL, 1956, S. 58

ter Zins einen genügenden Anreiz bot und dadurch eine positive Einschätzung weiterer Unterbringungsmöglichkeiten hervorgerufen wurde, "emittierten dreizehn andere Gesellschaften in schneller Folge weitere 8 %ige Anleihen im Gesamtbetrag von 470 Mio DM, die ebenfalls bei sehr lebhafter Nachfrage sehr rasch vom Markt aufgenommen wurden"¹⁾. Zeitweilig herrschte eine so starke Nachfrage nach den neuen Obligationen, daß Repartierungen auf einzelne Anleihen vorgenommen werden mußten. Die Kurse (Freiverkehrskurse) dieser Anleihen stiegen rasch bis zu 5 und 6 Punkten über die Emissionskurse. Bei einigen Neu-Emissionen wurden deshalb die Ausgabekurse auf 99 % heraufgesetzt, der 8 %ige Zinssatz jedoch beibehalten. Im Oktober 1956 kam dann eine 7 1/2 %ige Anleihe²⁾ mit einem Emissionskurs von 97 % an den Markt, die jedoch eine Einzelercheinung blieb.

d) Tauschoperationen

Die Emissionserfolge der 8 %igen Industrie-Obligationen, die auf dem hohen Zinsanreiz und zum anderen auf der hohen ausländischen Nachfrage beruhten, gingen zu einem nicht geringen Teil auf Kosten anderer Anlageformen. Der Börsenverlauf im letzten Jahresdrittel 1956 zeigte deutlich, daß nicht nur neues Geldkapital in den 8 %igen Anleihen angelegt wurde, sondern daß vielmehr Tauschoperationen stattfanden in der Weise, daß Effektenbesitzer durch den Verkauf ihrer alten Papiere sich Mittel für den Erwerb der neuen 8 %igen Industrie-Anleihen verschafften. Infolgedessen wurden von diesen Umtauschoperationen andere festverzinsliche Werte (vor allem Pfandbriefe, die z. T. von den Emissionsinstituten wieder zurückgenommen werden mußten), aber auch Aktien betroffen. Durch die zahlreichen Geldbeschaffungsverkäufe läßt sich schlecht übersehen, wieviel neues Kapital durch die 8 %igen Industrie-Anleihen tatsächlich mobilisiert wurde.

2. Erneute Benachteiligung der Industrie-Obligationen

a) Wiederum steuerliche Diskriminierungen

Indessen kam es am Obligationen-Markt zu einem Umschwung, als zur verstärkten Förderung des Wohnungsbaus steuerliche Begünstigungen für bestimmte

1) Geschäftsbericht der BdL 1956, S. 58

2) 20 Mio DM-Anleihe des Donaukraftwerkes Jochenstein A.G. vgl. Tabelle über die im Jahre 1956 begebenen Industrie-Obligationen in "Die Börse 1956" Berliner Bank A.G., S. 32

festverzinsliche Papiere¹⁾ geschaffen wurden. Dadurch wurde der Rentenmarkt wiederum - wie zuvor durch das Kapitalmarktförderungsgesetz - gespalten. Die Steuervorteile erstreckten sich insbesondere auf die Hypothekenzinspfandbriefe, die zugunsten der Industripapiere in der üblichen Art begünstigt wurden: Ihr Erwerbspreis (jedoch nur bei Ersterwerb) konnte als Sonderausgabe im Rahmen des § 10 EStG abgesetzt werden. Ferner wurde die Festlegungsfrist für das steuerbegünstigte Wertpapiersparen (und Kontensparen) von bisher 10 bzw. 7 Jahren auf 3 Jahre verkürzt. Da die Begünstigungen sich nur auf bestimmte Anlageformen bzw. Effektypen beschränkten, bedeuteten sie eine erneute Diskriminierung der von diesen Vergünstigungen ausgenommenen Industrie-Obligationen.

b) Die Folgen für den Anleihemarkt

"Die Folgen dieses Dirigismus waren beträchtliche Kapitalverlagerungen aus den nicht oder nur weniger steuerbegünstigten Kapitalanlagen in die neuen, beträchtliche Steuervorteile²⁾ mit sich bringenden Anlagemöglichkeiten"³⁾. Von dieser steuerpolitischen Benachteiligung wurden auch die 8 %igen Industrie-Obligationen, "die wieder unter pari und zeitweilig unter die Emissionskurse zurückfielen"⁴⁾, betroffen.

Für die industriellen Emittenten brachten diese kapitalmarktpolitischen Maßnahmen des weiteren den Nachteil, daß der Zinssatz der Industrie-Obligationen zwangsweise hochgehalten wurde. Die Tendenz zu einer möglichen Zinssenkung wurde zunichte gemacht und damit die Emissionsbedingungen für industrielle Emittenten, zumindest für eine gewisse Zeitspanne, verschlechtert. Neue Industrie-Obligationen konnten deshalb in der Folgezeit nur noch nach vorheriger sorgfältiger Prüfung der Kapitalmarktlage und in zeitlichen Dosierungen begeben werden.

1) Gesetz zur Änderung des Einkommensteuergesetzes und Körperschaftsteuergesetzes vom 5. Oktober 1956 und Verordnung über steuerbegünstigte Kapitalansammlungsverträge vom 8. Oktober 1956, BGBl. I, Seite 781

2) Je nach der Einkommensteuerstufe des Anlegers ergab sich für die ersten drei Jahre eine Bruttoverzinsung zwischen 10 % und 30 %, - vgl. "Die Börse 1956", Berliner Bank A.G., S. 14

3) Geschäftsbericht der BdL 1956, S. 20

4) ebenda, S. 58

3. Probleme der Anleihefinanzierung

a) Verhängnisvoller Wettbewerb in der Ausstattung der Emissionen

Die starke Anleihefinanzierung von August bis Oktober 1956 kann als Zeichen dafür gelten, daß die Industrie wieder zu gesünderen Finanzierungsformen zurückkehrte, indem sie bestrebt war, langfristige Investitionen auch mit langfristigen Mitteln zu finanzieren. Doch waren die auf langfristiges Fremdkapital angewiesenen Unternehmen gezwungen, durch Gewährung höherer Zinsen, durch Rückzahlungsaufgelder etc. einen Ausgleich für die steuerliche Benachteiligung zu schaffen, um mit den steuerbegünstigten Papieren konkurrieren zu können.

b) Die Gefahren der hohen Zinsbelastung

Liquiditätspolitisch gesehen stellt sich die Frage, ob langfristig eine Anleihefinanzierung zu derartigen Konditionen unbedenklich ist. Immerhin ist zu bedenken, daß bei einer durchschnittlichen Laufzeit von 10 - 15 Jahren die hohen Zinskosten eine erhebliche Belastung für die Unternehmen darstellen. Zwar ist die Anleihefinanzierung billiger als die Aktienemission, weil die Obligationenzinsen im Gegensatz zu der Dividendenausschüttung steuerlich abzugsfähig sind; doch bedeuten die Obligationenzinsen eine fixe Belastung für das Unternehmen, während die Dividende in schlechten Jahren gesenkt werden oder sogar ganz entfallen kann. Da sich viele Gesellschaften dieser Gefahr bewußt waren, hielten sie sich vielfach in ihren Anleihe-Bedingungen das Recht vor, "die Anleihen nach fünf Jahren zu kündigen, um sie gegebenenfalls durch niedriger verzinsliche Emissionen ersetzen zu können und sich von den hohen Zinsverpflichtungen zu befreien"¹⁾. Trotzdem konnten sich nur solche Unternehmen eine Anleihefinanzierung zu hohen Zinssätzen leisten, die ausreichende Erträge erwirtschafteten, um die hohe fixe Zinsbelastung ohne Liquiditätsschwierigkeiten durchzustehen.

4. Emissionsrekord trotz vieler Hindernisse

Obwohl im ersten Halbjahr 1956 keine Emissionen von Industrie-Obligationen stattfanden, reichte der im zweiten Halbjahr begebene Anleihebetrag aus, das höchste Emissionsergebnis aller Jahre seit der Währungsreform zu erreichen.

1) vgl. "Die Börse 1956", Berliner Bank A.G., S. 25

Während der Monate Juli bis Dezember 1956 wurden insgesamt 554, 75 Mio DM Industrie-Obligationen emittiert¹⁾. Auch der Gesamtabsatz von Industrie-Anleihen erreichte im Berichtsjahr (1956) mit nominal 564 Mio DM den höchsten Wert aller Jahre seit der Währungsreform²⁾.

Das hohe Emissions- und Absatzergebnis des zweiten Halbjahres 1956 zeigt, daß die Industrie-Obligation unter konkurrenzgleichen Verhältnissen durchaus in der Lage ist, ihre Bedeutung als Finanzierungsinstrument der Industrie zu behaupten.

Aufgabe der Kapitalmarktpolitik wird es daher sein, auf dem Rentenmarkt gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Rentenwerte zu schaffen, so daß alle festverzinslichen Emissionen wieder ungehindert um die Gunst der Geldkapitalanleger konkurrieren können.

D. Die Finanzierung mit Wandel-Obligationen

I. Die Wandel-Obligation als Finanzierungsinstrument

Die Wandel-Obligation ist ein von der amerikanischen Wirtschaftspraxis entwickeltes Finanzierungsinstrument. Sie ist eine Zwischenform von Aktie und Obligation oder anders ausgedrückt, ein "Zwischenfinanzierungsmittel, das der Beschaffung von Eigenkapital dient"³⁾. Das deutsche Aktiengesetz unterscheidet in § 174, I zwei Arten von Wandelschuldverschreibungen, nämlich solche, die dem Gläubiger ein Umtauschrecht in Aktien (amerikanisch: convertible bonds), und solche, die ihm ein Bezugsrecht auf Aktien (amerikanisch: option bonds, detachable bonds) gewähren.

Für die Ausgabe dieser Wandelanleihen gelten die in § 174, I und II des Aktiengesetzes aufgeführten Bestimmungen sowie die vom Kapitalverkehrsausschuß

1) Tabelle über die im Jahre 1956 begebenen Industrie-Anleihen in "Die Börse 1956", Berliner Bank A.G., S. 32

2) Geschäftsbericht der BdL 1956, S. 58

3) Horst Rusch: "Die Wandelschuldverschreibung" in "Betriebswirtschaftliche Forschungen", Berlin 1956, Bd. 5, S. 155

vorgeschriebenen Emissionsbedingungen¹⁾. - Eine Emission von Wandel-Obligationen mit einem Umtauschrecht in Aktien stellt eine bedingte Kapitalerhöhung dar und darf nach § 159, III Aktiengesetz nur die Hälfte des vorhandenen Grundkapitals betragen.

1. Die allgemeinen Vorteile der Wandel-Obligation

Die Wandel-Obligation bietet für ihren Erwerber wie für den Emittenten eine Reihe von Vorteilen, die sie unter gewissen Voraussetzungen zum geeigneten Finanzierungsinstrument machen.

a) Vorteile für den Erwerber

Der entscheidende Vorteil für den Erwerber einer Wandel-Obligation liegt darin, daß dieses Papier eine Mittelstellung zwischen einem Geldwert mit fester Verzinsung (Anleihe) und einer Substanzbeteiligung (Aktie) einnimmt und dem Gläubiger gestattet, je nach der Wirtschaftsentwicklung, die Vorteile der einen oder der anderen Wertpapierart wahrzunehmen. Das in der Anleihe verbrieft Forderungsrecht bietet dem Obligationär eine Sicherung seiner Gläubigerstellung im Konkursfall der Unternehmung, während das Umtauschrecht ihm im Falle einer Geldentwertung die Möglichkeit einer Substanzsicherung gibt.

Insofern kann man die Wandel-Obligation auch als "Rentenpapier mit spekulativem Charakter bezeichnen"²⁾.

b) Vorteile für den Emittenten

Für die emittierende Gesellschaft bietet die Emission von Wandelanleihen zwei wesentliche Vorteile:

Bis zum Umtausch in Aktien kann der Emittent durch die Abzugsfähigkeit der Obligationenzinsen dieselben als Aufwand vom Ertrag absetzen und dadurch gegenüber einer entsprechenden Aktienemission beträchtliche Steuerbeträge einsparen.

Des weiteren besteht für das emittierende Unternehmen die Möglichkeit, daß es das von ihm aufgenommene Fremdkapital nicht zu tilgen braucht, wenn der Obligationär von seinem Umtauschrecht Gebrauch macht. Die Gesellschaft

1) vgl. Gesetz über den Kapitalverkehr vom 2.9.1949 Gesetzblatt der Verwaltung des Vereinigten Wirtschaftsgebietes Jg.1949, Nr. 34, S. 305 ff.

2) Horst Rusch: "Die Wandelschuldverschreibung" in "Betriebswirtschaftliche Forschungen", Berlin 1956, Bd. 5, S. 150

kann dadurch einen "automatischen Abbau der Anleiheverbindlichkeiten mit einer gleichzeitigen Erhöhung des Eigenkapitals verbinden"¹⁾.

2. Die temporären Vorteile der Wandel-Obligationen-Finanzierung

a) Die Lage am Effektenmarkt

Trotz der eben genannten Vorteile der Wandel-Obligation wird von diesem Finanzierungsmittel in der Regel wenig Gebrauch gemacht. Daß Wandel-Anleihen in größerem Umfang emittiert und mit großem Erfolg abgesetzt werden konnten, war den besonderen Verhältnissen am Kapitalmarkt in der Zeit von Ende 1951 bis Anfang 1952 zuzuschreiben.

Die vom Kapitalverkehrsausschuß vorgeschriebenen Emissionsbedingungen, nach denen Industrie-Obligationen nur bei einem Höchst-Zinssatz von $6\frac{1}{2}\%$ und einem Mindest-Emissionskurs von 98 % genehmigt wurden, waren kaum geeignet, dem Obligationenmarkt in größerem Umfang neues Kapital zuzuführen; denn die Anleihen dieses Typs fanden beim Publikum wegen ihrer ungenügenden Geldwertsicherung und ihrer relativ niedrigen Verzinsung nur geringe Nachfrage. Nicht besser waren damals die Aussichten für Aktienemissionen, da die meisten Gesellschaften die Emissionsreife infolge der Unterparikurse ihrer Aktien noch nicht erreicht hatten und auch keine oder nur geringe Dividenden auszuschütten in der Lage waren. Aber auch emissionsfähige Unternehmen nahmen von einer Aktienemission Abstand, da die Aktie infolge der hohen Doppelbelastung die teuerste Finanzierungsform war.

Solange diese für die Wandel-Anleihen günstigen Umstände gegeben waren, fand dieses Finanzierungsinstrument zunehmende Verwendung. Als sich die Situation am Effektenmarkt änderte, folgte ein ebenso rascher Rückgang der Wandel-Obligationen-Finanzierung. Infolgedessen erscheint es gerechtfertigt, von temporären Vorteilen der Wandel-Obligation zu sprechen, d. h. von Vorteilen, die nur während einer gewissen Übergangszeit von einer Kapitalmarktsituation zur anderen gegeben waren.

b) Der Substanzwertgedanke

Der Vorteil des in der Wandel-Obligation verbürgten Umtauschrechts in Aktien

1) Horst Rusch: "Die Wandelschuldverschreibung" in "Betriebswirtschaftliche Forschungen", Berlin 1956, Bd. 5, S. 151

und der hiermit verbundenen Substanzsicherung kam dem um die Jahreswende 1951/52 vorübergehend wieder aufgekommenen Sachwertdenken und dem Streben nach einer von Geldwertminderung bestmöglich gesicherten Anlagemöglichkeit sehr entgegen. Dazu kam, daß sich die Erwerber von Wandel-Obligationen angesichts steigender Aktienkurse bei einem späteren Umtausch ihrer Anleihen in Aktien Kursgewinne und darüber hinaus noch eine Beteiligung am Substanzzuwachs versprochen. Damit ergab sich für sie der Vorteil einer höchstmöglichen Rendite bei relativ geringem Risiko für das eingesetzte Geldkapital. Für die institutionellen Anleger, die das Risiko der Aktie (Kursverlust-Dividendenausfall) scheuen, stellte die Wandel-Anleihe eine risikomindernde Anlage mit Aussicht auf Kursgewinn dar.

Die Wandel-Obligation verband somit die Vorteile der Aktie (Substanzsicherung) mit der festen Verzinsung der Rentenwerte und fand daher mehr Anklang.

Alle diese Momente versprachen deshalb einen erfolgreichen Absatz neu zu emittierender Wandel-Anleihen bei den anlagesuchenden Effektsparern.

c) Die steuerlichen Vorteile

Für die Industrie-Unternehmen waren neben der erfolgversprechenden Kapitalbeschaffungsmöglichkeit (günstige Absatzmöglichkeiten der attraktiven Wandelanleihen) hauptsächlich steuerliche Gesichtspunkte für die Emission von Wandelschuldverschreibungen ausschlaggebend.

Die Finanzierung über die Wandel-Anleihe bot den Unternehmern die Möglichkeit, neues langfristiges Geldkapital zu einem tragbaren Zinssatz zu beschaffen; denn die Kapitalbeschaffung durch Emission von Aktien war für die Mehrzahl der (emissionsfähigen) Gesellschaften zu kostspielig. Im Vergleich zur Aktie hatte die Wandel-Obligation eindeutig den Vorteil, das billigere Kapitalbeschaffungsinstrument zu sein.

Da die Wandel-Anleihe bis zu ihrem Umtausch in Aktien Fremdkapital darstellt, sind die Schulden vom Vermögen und die Zinsen vom körperschaftsteuerpflichtigen Gewinn (nicht jedoch vom Gewerbeertrag) abzugsfähig.

Für neues Aktienkapital muß jedoch nicht nur Vermögensteuer gezahlt werden, sondern es muß auch für den auszuschüttenden Dividendenbetrag nahezu das Dreifache an Ertragsteuern gegenüber einer Anleihe-Emission erwirtschaftet und abgeführt werden.

Hinzu kommt der Vorteil, daß die Gesellschaft bei einer Emission von Wandel-

Obligationen in ihrer Dividendenpolitik nicht gebunden ist, d.h. sie muß nicht wie im Falle einer Aktienemission auf eine der Marktlage angemessene Dividendenhöhe, die eine hohe steuerliche Belastung bedingt, bedacht sein.

Während also eine Aktienemission ein Mehrfaches an Finanzierungskosten erfordert, ergibt sich bei der Emission von Wandel-Obligationen eine wesentliche steuerliche und damit kostenmäßige Minderbelastung der Gesellschaft. Diese Vorteile trugen wesentlich dazu bei, daß sich die Industrie-Unternehmen in größerem Umfang der Wandel-Obligation als Finanzierungsinstrument bedienten.

II. Die Wandel-Obligation als Notbehelf der Industriefinanzierung

1. Die Wandel-Obligation als Ausweg aus dem Dilemma der Aktien- und Obligationenfinanzierung

Infolge der Unergiebigkeit des Effektenmarktes waren viele Industrieunternehmen in eine Zwangslage gekommen, ihren dringenden langfristigen Finanzierungsbedarf sofort zu decken.

Die Zeit um die Jahreswende 1951/52 war aber weder reif für die Emission von Aktien über den offenen Markt, noch war eine erfolversprechende Unterbringung neu zu emittierender, normaler Industrie-Obligationen des 6 1/2 %-Typs zu erwarten. In dieser Situation boten die erwähnten Vorteile der Wandel-Obligation eine reelle Chance, als Finanzierungsinstrument größere Bedeutung am Effektenmarkt zu erlangen.

Mittels der Wandel-Anleihe konnten sich die Industrieunternehmen den Anleihemarkt erschließen und dann durch schrittweise Konvertierung risikotragendes Aktienkapital schaffen, ohne den damals unergiebigsten Aktienmarkt in Anspruch nehmen zu müssen. Dieser Umstand fiel besonders ins Gewicht, wenn neue Mittel in kurzer Zeit beschafft werden mußten.

Aus diesem Grunde wurde die Wandelanleihe, die das unfreiwillige Produkt der ungünstigen Lage am Effektenmarkt war, als Notbehelf, als Ausweg aus dem Dilemma der Aktien- und Obligationenfinanzierung bezeichnet.

2. Die große Zeit der Wandel-Obligation

a) Die Ausstattung der Wandel-Anleihen

Vergleicht man die Ausstattung der Wandel-Anleihen mit den normalen 6 1/2 % igen Industrie-Obligationen, so kann man, abgesehen von dem Umtauschrecht in Aktien, kaum Unterschiede feststellen. - Die neuen Wandel-Anleihen wiesen einheitlich einen Nominalzinsfuß von 6 1/2 % auf¹⁾, wobei der Zinsertrag dem gleichen Kapitalertragsteuerabzug wie Aktien, nämlich 25 %, und erst nach Inkrafttreten des Kapitalmarktförderungsgesetzes einem pauschalen Kapitalertragsteuerabzug (Kuponsteuer) von 30 % unterlag²⁾. Mit Ausnahme der ersten Wandel-Anleihen (RHENAG), deren Emissionskurs 98 % betrug, wurden alle weiteren Wandel-Obligationen zum Pari-Emissionskurs (100 %) ausgegeben³⁾. Die Laufzeit der Anleihen erstreckte sich in der Regel auf 15 Jahre⁴⁾.

Bei einem großen Teil der Gesellschaften sah das Umtauschrecht die Umwandlung in Stammaktien, bei dem anderen Teil die Umwandlung in Vorzugsaktien ohne Stimmrecht vor.

Die Bestimmungen über die bei der Ausübung des Umtauschrechts zu leistende Zuzahlung waren sehr verschieden gestaltet⁵⁾. Neben dem Umtauschrecht wurde von verschiedenen Gesellschaften ein Rückzahlungskurs festgelegt, der in einem bestimmten Verhältnis zum jeweiligen Börsenkurs der Aktien der betreffenden Gesellschaft stand. Diese Regelung bot die Möglichkeit, ein gegenüber dem Emissionskurs beträchtliches Agio zu erhalten.

Der Erfolg der Wandelanleihen bewies, daß die Unergiebigkeit des Effektenmarktes weniger die Folge einer unzureichenden Kapitalbildung war als vielmehr die Folge der unzeitgemäßen Ausstattung der normalen Industrie-Obligationen und der hohen steuerlichen Belastung der Aktie. Aus dieser Tatsache resultiert das starke Interesse des Anlagepublikums, das unter den gegebenen Umständen zu der attraktiveren Anlageform der Wandel-Obligation griff.

1) Dieser Zinssatz wurde vom Kapitalverkehrsausschuß festgelegt.

2) vgl. die Bestimmungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes, § 43, Abs. I, Ziff. 3-6 EStG a. a. O.

3) vgl. Tabelle über die 1952 emittierten Wandelanleihen in "Die Börse 1952", Berliner Bank A. G., S. 40

4) Eine Ausnahme bildete die Wandelanleihe der DEA mit einer Laufzeit von 20 Jahren.

5) Im allgemeinen lagen die Zuzahlungen zwischen 20 und 30 %.
vgl. "Industriekurier", Jg. 54, Nr. 153, S. 2

b) Erfolgreiche Emissionen

War die Kapitalbeschaffung über die Wandel-Obligationen mit gewissen Nachteilen verbunden¹⁾, so war sie doch bei der damaligen Verfassung des Effektenmarktes der einzig gangbare Weg, auf dem die Emissionen mit Erfolg unterzubringen waren und das am Kapitalmarkt vorhandene anlagebereite Geldkapital für die Industrie-Finanzierung mobilisiert werden konnte.

Nachdem im Sommer 1951 die erste emittierte Wandel-Anleihe (RHENAG) einen außerordentlich starken Erfolg verzeichnen konnte und auch die nächstfolgenden Emissionen rasch Absatz fanden, griff eine Anzahl von Gesellschaften zu diesem funktionsfähigen Instrument der langfristigen Finanzierung: Es kam geradezu zu einer Hausse am Markt für Wandel-Obligationen. Infolge der lebhaften Nachfrage stiegen die Börsenkurse der neu emittierten Anleihen teilweise über ihren Emissionskurs.

Die Emissionswelle erstreckte sich jedoch vorwiegend von Mitte 1951 bis Mitte des Jahres 1952.

Nach Angaben der BdL²⁾ wurden im Jahre 1951 rund 30 Mio DM und im Jahre 1952 rund 79 Mio DM Wandel-Obligationen emittiert. Vergleichsweise wurden in den Berichtsjahren an normalen Industrie-Obligationen emittiert: 1952 = 48 Mio DM und 1952 = 36 Mio DM³⁾.

c) Die Folgen für den Aktien- und Obligationenmarkt

Durch die zahlreichen Emissionen von Wandel-Obligationen wurde sowohl der Aktienmarkt als auch der Markt der normalen Industrie-Obligationen sichtbar geschwächt.

Die normale Industrie-Obligation konnte mit der Wandel-Anleihe wegen der für das Anlagepublikum attraktiveren Ausstattung nur schlecht konkurrieren.

Ferner trug die Umwandlungsmöglichkeit der neuen Anleihen insofern ein spekulatives Moment in den Aktienmarkt, als der starke Kursanstieg der Aktien

1) Die Nachteile der Finanzierung mit Wandel-Obligationen werden anschließend besprochen.

2) Geschäftsbericht der BdL 1952, S. 50

3) vgl. das Kapitel über die Industrie-Obligationen: "Emissionsstille trotz Kursbelebung", II. Teil, C, I, 3

bei Ausübung des Umtauschrechtes einen erheblichen Agiogewinn erwarten ließ,

Diese spekulative Erwartung veranlaßte daher die Aktionäre zum Verkauf ihrer Aktien, um mit deren Erlös die neuen Wandel-Anleihen zu erwerben. Dabei kam es nicht selten vor, daß Aktien der gleichen Gesellschaft verkauft, deren Wandel-Anleihen dann gezeichnet wurden. Durch die Umwandlungsmöglichkeit der Wandel-Anleihen glaubten die "Umtauscher" zu einem späteren Zeitpunkt wieder relativ billig in Aktien umsteigen zu können. Die Folge war jedoch, daß die Kurse der betreffenden Aktien durch den stetigen Verkaufsdruck zurückgingen. Die Wandel-Anleihe-Konjunktur, die zunächst durch die Aktien Hausse gefördert wurde, erleichterte somit nicht die Renaissance der Aktie, sondern erschwerte sie, weil sie einen Teil der Kapitalanleger zu Spekulationen bzw. zu Umdispositionen verleitete und andererseits der Risikoscheu solcher Anleger Vorschub leistete, die jedes vermeidbare Risiko (die Wandel-Anleihe wird beim Umtausch zu substanzbeteiligttem Eigenkapital) ausschalten, gleichzeitig aber auch an dem Ertrag des gegenüber den Aktien höher verzinslichen Papiers teilnehmen wollten.

Für die Industrieunternehmen stellte diese Finanzierungsform eine Möglichkeit dar, die steuerliche Mehrbelastung einer Aktienemission zu umgehen. Es kann mit großer Wahrscheinlichkeit angenommen werden, daß bei einer geringeren steuerlichen Belastung der Aktienfinanzierung ein großer Teil der Wandel-Anleihen-Emissionen als Aktien an den Markt gekommen wären. Andererseits muß jedoch betont werden, daß in Anbetracht der steuerlich behinderten Aktienfinanzierung nur die Wandel-Anleihe dazu geeignet war, die äußerst wichtige Funktion der Beschaffung (des später) risikotragenden Kapitals zu erfüllen.

3. Der Rückgang der Wandel-Obligationen-Finanzierung

Die Emissionswelle der Wandel-Obligationen verebbte im Frühjahr 1952, als die Aktienkurse zurückgingen. Durch das Absinken der Aktienkurse unter die in den Anleihebedingungen vorgesehenen Kurse im Falle eines Umtausches, das die Hoffnung auf einen Kursgewinn bei der Umwandlung zunichte machte, und durch das Abklingen der Sachwertpsychose verlor die Wandel-Obligation ihre Anziehungskraft für den Geldanleger.

Da nunmehr das dem Zeichner eingeräumte Umtauschrecht seiner Obligation in Aktien praktisch wertlos geworden war, wurden in der Folgezeit die Wandel-Anleihen im Freiverkehr bis zu 10 Punkten unter ihrem Emissionskurs angebo-

1) . "Aus dem bevorzugten Papier wurde die Wandelanleihe zu einem
«Stiefkind» des Effektenmarktes"2).

Verschiedene Gesellschaften, die bereits die Vorbereitungen für die Ausgabe neuer Wandel-Obligationen getroffen hatten, sahen sich angesichts der verschlechterten Absatzlage gezwungen, ihre Emissionspläne zurückzustellen.

Als im Sommer 1952 nach und nach die Bestimmungen des angekündigten Ersten Gesetzes zur Förderung des Kapitalmarktes feste Gestalt annahmen, verschlechterte die Aussicht auf höher verzinsliche Emissionen die Absatzchancen der Wandel-Obligationen noch mehr. Nach dem Inkrafttreten des Kapitalmarktförderungsgesetzes im Dezember 1952 wurde diese Erwartung erfüllt; denn die 6 1/2 %igen Wandel-Anleihen, die nunmehr einer 30 %igen Kapitalertragsteuer (Kuponsteuer) unterworfen wurden, erbrachten nur eine steuerfreie Nettorendite von 4,55 %, während die neuen 8 %igen Industrie-Obligationen (die ebenfalls einem 30 %igen Kapitalertragsteuerabzug unterlagen) mindestens 5,6 % steuerfrei einbrachten3). Auch dieser Tatbestand wirkte sich in einem Kursrückgang der Wandelanleihen aus. Erst als sich das Kursniveau der Mutteraktien wieder anhub und sich damit auch die Aussichten für die später umzutauschenden Wandel-Anleihen verbesserten, trat eine Kurserholung ein.

Nach der kleinen Steuerreform, die die steuerliche Belastung der Aktie milderte, fand auch die Aktie wieder in stärkerem Maße Zugang zum Kapitalmarkt.

Aus dem Notbehelf der Wandel-Obligationen-Finanzierung gingen die Industrie-Gesellschaften wieder mehr zur Aktienfinanzierung und zur Finanzierung mit normalen Industrie-Obligationen über.

Die Wandel-Obligation fand als Finanzierungsinstrument fortan nur noch in sehr seltenen Fällen Verwendung.

1) vgl. "Die Börse 1952", Berliner Bank A.G., S. 41

2) ebenda, S. 41

3) vgl. "Der Volkswirt", Jg. 1953, Nr. 40, S. 7

III. TEIL

AUFGABEN UND PROBLEME

EINER VERSTÄRKTEN EFFEKTENFINANZIERUNG

A. Aktuelle Finanzierungsprobleme der Industrie

I. Finanzierungsprobleme der vollbeschäftigten Wirtschaft

Die westdeutsche Industrie befand sich bereits im Zustand der Vollbeschäftigung, als sich - mit erheblicher zeitlicher Verzögerung - auch die Ergiebigkeit des Effektenmarktes für Industripapiere, insbesondere für Aktien, erhöhte. Dadurch verlagerte sich die Hauptproblematik der industriellen Effektenfinanzierung von der Kapitalbeschaffung auf den Kapitaleinsatz.

In einer vollbeschäftigten Wirtschaft kann die Produktion bzw. die Produktivität nur noch durch die Erhöhung der Netto-Investitionen vergrößert werden. Die Verknappung der Arbeitskräfte in Verbindung mit steigenden Löhnen zwingt zur Rationalisierung. Der Rationalisierungsgedanke tritt somit immer mehr in den Vordergrund der betrieblichen Überlegungen, während Investitionsvorhaben für reine Kapazitätserweiterungen streng geprüft werden müssen, um Überkapazitäten zu verhindern. Allerdings wird es sich in vielen Fällen nicht vermeiden lassen, daß die für die Rationalisierung bestimmten Investitionen zugleich einen Kapazitätseffekt haben. Investitions-, Absatz- und Finanzierungsplan müssen deshalb genau aufeinander abgestimmt werden.

Da durch die zunehmende Technisierung in Form der Halb- und Vollautomatisierung die Kapitalintensität der Industriegesellschaften laufend steigen wird, treten neue Finanzierungsfragen auf: Der rasche technische Fortschritt verlangt immer kürzere Amortisierungsfristen des investierten Geldkapitals. Risikobelastete Investitionen wie die Entwicklung und Durchführung neuartiger Projekte (Atomkraftwerke, Großraffinerien u. a. m.) erfordern notwendigerweise eine dem Risiko adäquate Finanzierung mit Eigen- bzw. Beteiligungskapital. Die Wahl des Finanzierungsmittels wird deshalb - neben der Kapitalmarktsituation und der Ertragsfähigkeit der Unternehmen - vorwiegend durch den Investitionscharakter bestimmt. Zu bedenken ist, daß der zunehmende Wettbewerb infolge partieller Überkapazitäten zweifellos die Selbstfinanzierung über erhöhte Preise einschränken wird. Bei Überhitzung der Konjunktur muß ferner mit notenbankpolitischen Eingriffen (Diskonterhöhungen und Kreditrestriktionen) gerechnet werden, die die Finanzierung über den Geld- und Kapitalmarkt einengen und bei manchen Unternehmen zu fühlbaren Liquiditätsanspannungen führen können. Das Einzel-

unternehmen wird damit nicht nur zur genauen Beobachtung der Branchenentwicklung, sondern auch des gesamtwirtschaftlichen Konjunkturverlaufes gezwungen. - Grundsätzlich sind deshalb auch in der Vollbeschäftigung die bewährten Finanzierungsregeln einzuhalten. Die bei vielen Unternehmungen bestehende hohe Liquidität darf nicht zu unrationellem Kapitaleinsatz verleiten. Vielmehr müssen alle Bestrebungen darauf abzielen, die verfügbaren Eigenmittel für eine fortlaufende Konsolidierung zu verwenden, um dadurch eine Festigung des finanzwirtschaftlichen Gefüges zu erreichen.

II. Die wirtschaftliche Bedeutung der Aktiengesellschaften als Unternehmungsform

Die Lösung der durch die zunehmende Technisierung aufgeworfenen Finanzierungsfragen wird innerhalb der einzelnen Unternehmungsformen zweifellos bei den Aktiengesellschaften am leichtesten herbeizuführen sein; denn die Aktie bietet nicht nur den Vorteil einer Kapitalbeschaffungsmöglichkeit größeren Umfangs, sondern auch eines dem Wesen der Investition entsprechenden Finanzierungsinstrumentes.

Aus dieser Feststellung ließe sich folgern, daß die Unternehmungsform der Aktiengesellschaft in den kommenden Jahren zunehmende Bedeutung erlangen wird. - Eine derartige Entwicklung setzt aber eine grundlegende Änderung der Kapitalmarktpolitik, insbesondere der Steuerpolitik, im Hinblick auf die immer noch bestehende Benachteiligung der Aktienfinanzierung gegenüber den anderen Finanzierungsformen voraus.

Als zum ersten Mal nach der Währungsreform am 30.9.1951 die Zahl der Aktienunternehmen statistisch erfaßt wurde, gab es im Bundesgebiet 2 728 Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien. Im ehemaligen Reichsgebiet bestanden 1938 5 509 und Ende 1941 4 886 Aktiengesellschaften, davon 2 686 im heutigen Bundesgebiet. - Auf die Industrie entfallen 1 391 Unternehmen oder rd. 60 % mit einem Anteil von 5,44 Mrd. DM oder rd. 50 % des bis zu diesem Zeitpunkt umgestellten Grundkapitals¹⁾.

Für die Jahre 1953 bis 1956 weist die amtliche Statistik folgende Bestandsentwicklung der im juristischen Sinne tätigen Aktiengesellschaften aus:

1) vgl. "Die Aktiengesellschaften im Bundesgebiet" in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1952, Heft 2, Seite 81

Allein bei den DM-Industrie-Gesellschaften beträgt die Zunahme 7,2 Mrd. DM. Nachdem im Jahre 1956 nahezu alle größeren Aktiengesellschaften ihr Kapital auf Deutsche Mark umgestellt haben, beläuft sich der prozentuale Anteil des Grundkapitals der Industrie-Gesellschaften am Grundkapital aller Aktiengesellschaften auf rd. 73 %, das sind fast drei Viertel.

Im Gegensatz zu den zahllosen Neugründungen kleiner und mittlerer, aber auch größerer Betriebe in den verschiedenen Rechtsformen der Personalgesellschaft oder in Form der Gesellschaft mit beschränkter Haftung blieb die Gründung neuer Aktiengesellschaften relativ selten. Die wenigen Neugründungen waren infolge der Unergiebigkeit des Aktienmarktes mit nur geringem Grundkapital ausgestattet.

Die zahlenmäßige Entwicklung stellt sich wie folgt dar:

Neugründung von Aktiengesellschaften 1952 - 1956¹⁾

Jahr	Zahl		Grundkapital in Mio DM	
	AG insges.	Industrie	AG insges.	Industrie
1952	83	48	1.508,1	788,4
1953	59	39	1.468,5	970,3
1954	25	16	555,1	451,2
1955	18	4	131,5	15,2
1956	14	8	41,6	18,4
	199	115	3.704,8	2.243,5

Die Übersicht läßt erkennen, daß sowohl die Zahl der Neugründung von Gesellschaften als auch die Ausstattung der Unternehmen mit Grundkapital ab 1953 ungewöhnlich stark zurückgegangen ist²⁾.

1) Aus den Werten der einzelnen Wirtschaftsgruppen zusammengestellt.

Vgl. "Die Entwicklung von Zahl und Kapital der Aktiengesellschaften" in "Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland", Jahrgänge 1953-1957, a.o.a.O.

2) Im Jahr 1952 ergibt sich bei den neugegründeten Industriegesellschaften eine durchschnittliche Grundkapitalausstattung von rd. 16 Mio DM, im Jahr 1956 von nur rd. 2 Mio DM.

Eine eingehende Untersuchung dieser Entwicklung führt zu dem Ergebnis, daß die hohe Zahl der Neugründungen in den Jahren 1952 bis 1954 auf die durch die Konzern-Entflechtung bedingte Ausgründung von Gesellschaften der Montanindustrie und der chemischen Industrie zurückzuführen ist. Es handelt sich somit nicht um echte Neugründungen von Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft.

Insgesamt gesehen beträgt im Berichtszeitraum der Anteil der industriellen Neugründungen zahlenmäßig 58 %, kapitalmäßig 60 %¹⁾.

Daß trotz der Neugründungen die Zahl der Aktiengesellschaften laufend zurückging²⁾, ist durch die zahlreichen Auflösungen bedingt, die die Neugründungen überkompensierten. Die Gründe dieser Auflösungen waren insbesondere die Umwandlungen in andere Rechtsformen (vorzugsweise G.m.b.H.) und Fusionen.

Man geht nicht fehl, als Ursachen für die Umwandlung in Gesellschaften mit beschränkter Haftung hauptsächlich unternehmungspolitische Gründe wie Umgehung der Publizitätspflicht, Machtkonzentration durch Ablösung von Minderheitsaktionären u. a. m. zu nennen.

Aus der großen Zahl der Fusionen kann auf eine zunehmende Rückverflechtung geschlossen werden. Beweis hierfür ist u. a. der zahlen- und wertmäßige Rückgang der Gesellschaften mit niedrigem Grundkapital, während sich durch die Übernahme der übertragenden Gesellschaften eine Schwergewichtsverlagerung der Aktienkapitalien zu den Großunternehmen hin vollzog.

Die Frage, ob die Aktiengesellschaft auch in der Zukunft die für die Bewältigung großer Produktionsvorhaben und für die Anwendung der Automation geeignete Unternehmungsform sein kann, ist grundsätzlich zu bejahen.

Allerdings besteht die Tendenz, große Projekte wie Atom- und Elektrizitätskraftwerke etc. nicht auf rein privatwirtschaftlicher Basis, sondern unter Beteiligung der öffentlichen Hand durchzuführen. Für diese gemeinwirtschaftlichen Unternehmen wird jedoch gewöhnlich die Rechtsform der Aktiengesellschaft gewählt, die sich für die Gestaltung des Anteilverhältnisses zwischen Privaten und Staat besonders gut eignet. - Neben der Energiewirtschaft bestehen auch in anderen Sektoren, wie der Investitionsgüterindustrie und der verarbeitenden Industrie, genügend Möglichkeiten zur Gründung neuer Aktiengesellschaften.

1) vgl. vorstehende Übersicht über die "Neugründungen von Aktiengesellschaften 1952 - 1956"

2) vgl. Übersicht über die "Entwicklung von Zahl und Kapital der Aktiengesellschaften von 1952 - 1956"

In welchem Umfang von diesen Möglichkeiten Gebrauch gemacht wird, hängt jedoch weitgehend von der zukünftigen Steuerpolitik und der Fassung der Aktienrechtsreform ab.

In diesem Zusammenhang soll noch kurz auf die Bedeutung und Stellung der Aktiengesellschaft im Rahmen der Wirtschaftsform hingewiesen werden.

Die Rechtsform der Aktiengesellschaft entspricht in geradezu idealer Weise der Konzeption der Marktwirtschaft: In der Aktie findet die Freizügigkeit des Kapitals ihre Verkörperung; denn sie macht - unter Einschaltung der Börse - das Kapital beweglich. Die Aktie bietet darüber hinaus nicht nur den Vorteil, Geldkapital in großem Ausmaß zu sammeln, sondern sie gewährt auch die Möglichkeit, durch eine breite Streuung der Anteile eine Beteiligung vieler an dem Vermögen und dem Ertrag der Wirtschaft herbeizuführen. Es sprechen demnach sowohl betriebliche als auch wirtschaftspolitische Gründe für die Rechtsform der Aktiengesellschaft.

III. Die Notwendigkeit einer aktiven Emissionspolitik

Um einer Effektenemission den größtmöglichen Erfolg zu sichern, bedarf es gewisser Vorkehrungen von seiten der Industrieunternehmen unter Mitwirkung der in das Emissionsgeschäft eingeschalteten Banken.

Alle auf dieses Ziel gerichteten Maßnahmen werden unter dem Begriff "Emissionspolitik", die ihrerseits wieder ein Teil der Finanzierungspolitik ist, zusammengefaßt.

Trotz der in den Jahren 1955 und 1956 günstigen Kapitalmarktentwicklung für Industripapiere sah sich die Emissionspolitik vor zahlreiche Probleme gestellt. Die wichtigsten sollen im folgenden kurz erörtert werden.

Nachdem - zumindest für gewisse Sektoren der Wirtschaft - die optimale Beschäftigungslage erreicht zu sein schien, mußte ein emissionswilliges Industrieunternehmen vor der Ausführung seines Vorhabens sehr sorgfältige Investitionsberechnungen anstellen. Dazu sind zunächst Untersuchungen über den Auftragsbestand, die Beschäftigungslage der betreffenden Branche und die allgemeine Konjunkturentwicklung nötig. Ferner bedarf es einer kritischen Analyse der Finanzstruktur des Unternehmens¹⁾ sowie einer Überschlagsrechnung über die zukünftige

1) Es ist vor allem zu untersuchen, ob ein angemessenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital sowie zwischen kurz- und langfristigem Fremdkapital und den damit finanzierten Vermögensteilen besteht.

Struktur nach Durchführung der Emission. Gleichzeitig ist eine genaue Beobachtung der Kapitalmarktlage durchzuführen. Auf Grund dieser Untersuchungen und Berechnungen muß dann die Wahl des Finanzierungsmittels: Aktie, Schuldverschreibung oder Wandel-Obligation getroffen werden.

Angesichts der noch nicht gefestigten Kapitalmarktstruktur war für den Erfolg einer Emission eine elastische Anpassung der Emissionsbedingungen an die jeweiligen Marktverhältnisse durch eine der Marktlage entsprechende Ausstattung der Effekten von besonderer Bedeutung. Die Entwicklung der vorhergehenden Jahre hatte gezeigt, wie stark die Effektsparer auf politische, steuerliche und psychologische Momente reagierten. Als Beispiele seien die Korea-Krise, das Kapitalmarktförderungsgesetz und die Sachwertpsychose genannt.

Für ein Kapital suchendes Unternehmen galt es ferner, das Geldkapitalangebot am Effektenmarkt zu berücksichtigen. Vielfach kam es vor, daß mehrere Unternehmen zur gleichen Zeit mit ihren Emissionen an den Markt herantraten. Der Effektenmarkt zeigte sich dann als nicht genügend aufnahmefähig, und es kam zu starken Kurseinbrüchen. Da die Bestimmung des günstigsten Emissionszeitpunktes sich oft schwierig gestaltete, erschien eine Verständigung zwischen den Emittenten und den Emissionsbanken dringend notwendig, um die jeweiligen Emissionsvorhaben zeitlich richtig zu verteilen und damit eine Überforderung des Marktes zu vermeiden. Die für eine solche Koordinierungsaufgabe geeignete Institution fehlte jedoch damals¹⁾.

Ein besonderes Problem stellte die Erschließung des internationalen Kapitalverkehrs dar. Zwar hat das Engagement ausländischer Effektenkäufer in den letzten Jahren einen beachtlichen Umfang erreicht; doch war der zeitweilige "run" auf deutsche Papiere vor allem auf den hohen Kapitalzins und auf steuerliche Vorteile²⁾ zurückzuführen. Bei einer Normalisierung der Kapitalmarktverhältnisse ist deshalb damit zu rechnen, daß ein großer Teil der ausländischen Effektenanlagen wieder zurückgezogen wird.

1) Im Februar 1957 bildete sich auf freiwilliger Basis der "Zentrale Kapitalmarktausschuß", der "beratend und empfehlend auf die Emissionstätigkeit einwirkt". (vgl. "Bank-Lexikon", herausgegeben von Müller/Löffelholz, Wiesbaden 1959, II. Auflage, Seite 1296)

2) Durch die Vorteile der Doppelbesteuerungsabkommen (z.B. mit der Schweiz und den USA) ergeben sich für den ausländischen Effektenbesitzer deutscher Werte sehr hohe Renditen.

Erhebliche Schwierigkeiten ergaben sich jedoch, wenn deutsche Industrieunternehmen mit ihren Emissionen an ausländische Kapitalmärkte herantreten wollten. Hier mußten manche Gesellschaften Mißerfolge in Kauf nehmen.

So gelang es zum Beispiel nicht, deutsche Industriewerte in den amtlichen Handel der New Yorker Börse einzuführen. Die Börsenzulassungsbestimmungen und die Effektenkäufer stellen dort höhere Anforderungen an die Publizität der emittierenden Unternehmen als in Deutschland. Die mangelnde Publizität der deutschen Industrie-Aktiengesellschaften ist schon seit Jahren Gegenstand heftiger Diskussionen. In der schon lange erwarteten Aktienrechtsreform¹⁾ soll neben einer Verbesserung der Rechtsstellung der Aktionäre²⁾ die Publizitätspflicht erweitert werden³⁾.

Etliche Gesellschaften sind bereits dazu übergegangen, durch eine bessere Publizität in Form einer über die gesetzlich vorgeschriebene Pflicht hinausgehenden freiwilligen Berichterstattung über die Lage und Entwicklungsaussichten des Unternehmens das Interesse ihrer Aktionäre zu wecken. Die glatte Unterbringung ihrer Effekten bei späteren Emissionen bewies, daß aktive Emissionspolitik den Erfolg einer Emission wesentlich beeinflußt. Wenn deshalb eine verstärkte Effektenfinanzierung der Industrie angestrebt wird, ist es unerläßlich, daß die Gesellschaften durch aktive Emissionspolitik ihren Effekten einen größeren Publikumsmarkt schaffen.

-
- 1) Als Vorschlag zur Reform des Aktiengesetzes wurde im Oktober 1958 vom Bundesjustizministerium ein Referentenentwurf zur Erörterung gestellt. - Inzwischen sind schon zahlreiche Abänderungsvorschläge gemacht worden. Die endgültige Fassung des neuen Aktiengesetzes steht jedoch noch aus.
 - 2) In der Fassung des Aktiengesetzes vom 30. Januar 1937 wurde das Recht der Aktionäre weitgehend zugunsten des Vorstandes eingeschränkt. Die Hauptversammlung als Mitbestimmungs- und Kontrollorgan der Unternehmensführung wurde zur völligen Bedeutungslosigkeit verurteilt. Durch die Aktienrechtsreform wird die Wiedereinsetzung des Aktionärs in seine ihm als Anteilseigner des Unternehmens zustehenden Rechte angestrebt.
 - 3) Ein besonders wichtiger Vorschlag besteht in der Forderung, daß in der Gewinn- und Verlustrechnung die Aufwendungen und Erträge brutto - nicht wie bislang saldiert - ausgewiesen werden sollen.

B. Die Popularisierung des Effektsparens

I. Die Popularisierung der Aktie

1. Die Gewinnung neuer Aktiensparer

Als sich in den ersten Jahren nach der Währungsreform zeigte, daß trotz des allgemeinen wirtschaftlichen Wiederaufstiegs der Aktienmarkt in seiner Aufnahmefähigkeit beschränkt blieb, wurden von vielen Seiten Vorschläge gemacht, die über die Wiedergewinnung der alten Aktionärsschichten hinausgingen und eine Heranführung derjenigen Schichten an den Aktienmarkt zum Ziele hatten, die als potentielle Neuerwerber von Aktien in Frage kamen¹⁾. Um dem ökonomischen und sozialen Strukturwandel der westdeutschen Bevölkerung nach der Währungsreform Rechnung zu tragen, sollte auch auf jene Schichten zurückgegriffen werden, die bisher dem Sparen in Effekten aus verschiedenen Gründen²⁾ ferngestanden hatten. Alle Bestrebungen in dieser Richtung laufen unter dem Namen "Popularisierung des Effektsparens", wobei insbesondere die Förderung der Aktienanlage im Vordergrund der Bemühungen steht.

Mit der Popularisierung der Aktie beabsichtigt man, zwei Ziele zugleich zu verwirklichen: Kleinere Sparbeträge für die Effektenanlage zu mobilisieren und durch deren Zusammenfassung den Aktienmarkt zu stärken. Gleichzeitig läßt sich durch die Heranführung neuer Schichten an den Aktienmarkt das von den Verfechtern der sozialen Marktwirtschaft erstrebte Ziel einer möglichst breiten

1) In der Zeit von der Währungsreform bis Ende 1952 betrug der Anteil der privaten Kapitalanleger am Effektenmarkt etwas mehr als 5 % gegenüber 60 - 70 % vor dem zweiten Weltkrieg; der weitaus größte Teil der untergebrachten Effekten ging an die sogenannten "Kapitalsammelstellen" (Versicherungen etc.). Erst durch die Vergünstigungen des Kapitalmarktförderungsgesetzes stieg der Anteil der privaten Sparer am Effektenabsatz auf ca. 20 - 25 % ("Industriekurier", Jg. 1954, Nr. 131, Seite 9). Auf die diskriminierten Industrie-Effekten wirkte sich diese Steigerung allerdings nicht aus.

2) Vgl. die Ausführungen über "Die Unpopularität des Wertpapiersparens", Teil I, Kap. A, II, 2

Eigentumsstreuung realisieren¹⁾.

Deshalb wurde mit Hilfe der verschiedensten Werbemittel begonnen, das Publikum über die Vorteile und die Bedeutung des Effektensparens aufzuklären und das Interesse für die Effektenanlage zu wecken.

Welche Schwierigkeiten sich derartigen Bemühungen entgegenstellen, geht aus den Ergebnissen von Repräsentativbefragungen hervor, die deutlich zeigen, wie wenig die Allgemeinheit über die Begriffe "Effekten, Aktie, Obligation, Börse, Kapitalmarkt etc." Bescheid weiß²⁾. Infolgedessen ist ein Erfolg im Hinblick auf die Gewinnung breiter Sparererschichten für die Effektenanlage nur dann zu erwarten, wenn es gelingt, das Publikum mit dem Wesen und insbesondere den Vorteilen des Effektensparens bekannt zu machen. Gleichzeitig müssen aber auch durch wirtschafts- und finanzpolitische Maßnahmen die Voraussetzungen geschaffen werden, die Aktie wieder zu einem attraktiven Anlagepapier zu machen. Diesem Ziel der Popularisierung der Aktie sollen zwei Vorhaben dienen: die Schaffung von Kleinaktien und von "Volksaktien" sowie die Förderung des Investmentsparens.

-
- 1) Aus einer Untersuchung des Statistischen Bundesamtes über das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften geht hervor, daß das Kapital von 1636 in die Untersuchung einbezogenen Gesellschaften mit 18,0 Mrd. DM Aktienkapital (= $\frac{2}{3}$ der Zahl und $\frac{3}{4}$ des Kapitals aller west-deutschen Aktiengesellschaften) sich mit rd. 6,2 Mrd. DM im Schachtelbesitz bei anderen Aktiengesellschaften und mit über 8 Mrd. DM im Dauerbesitz anderer Kapitaleigner befindet. Der Differenzbetrag von rd. 3,7 Mrd. DM = 21 % fällt demnach auf die "freien Aktionäre". Ein Vergleich mit dem Jahr 1936 zeigt, daß sowohl die Schachtelbeteiligungen als auch der Dauerbesitz im Jahre 1956 über dem Vorkriegsanteil liegen. vgl. "Das Eigentum am Kapital der deutschen Aktiengesellschaften", in "Wirtschaft und Statistik", Jg. 1957, Heft 5, S. 274
 - 2) Eine Repräsentativbefragung des DIVO-Instituts ergab, daß von 100 % der Befragten 62 % nicht wußten, was eine Aktie ist, 38 % nur einigermaßen die Frage beantworten konnten und nur 1,5 % selbst Aktien oder Anleihen besaßen. Lediglich 5 % der Befragten beabsichtigten, Effekten zu erwerben. vgl. "Der Volkswirt", Jg. 1957, Beilage zu Heft 39, Seite 13

2. Die Schaffung von Kleinaktien

Beide Arten dieses Effektsparens (Volksaktien und Investmentsparen) haben zur Voraussetzung, daß die Anteilsrechte in kleingestückelten Nennbeträgen angeboten werden, um den Erwerb der neuen Papiere für den angesprochenen Käuferkreis zu erleichtern. In Betracht kommen dafür vor allen Dingen die Kontensparer, die eine Anlage ihrer Sparbeträge wegen der Höhe des für Aktien vorgeschriebenen Mindestnennbetrages von DM 100, -- (§ 8 Akt. Ges.)¹⁾ unterlassen. Es wurde deshalb ein Mindestnennbetrag von DM 20, -- vorgeschlagen²⁾.

Der Plan zur Schaffung von Kleinaktien - besser: Kleinstaktien - entsprang zunächst dem Partnerschafts- bzw. Miteigentumsgedanken³⁾. In der Tat wurden sog. "Arbeiter- oder Belegschaftsaktien" von einigen Industriegesellschaften mit mehr oder weniger großem Erfolg bei ihren Belegschaftsmitgliedern untergebracht oder an sie als Gratifikation verteilt⁴⁾.

Gegen die Schaffung von Kleinaktien läßt sich eine Reihe schwerwiegender Argumente vorbringen, denn abgesehen von verschiedenen Änderungen des Aktiengesetzes⁵⁾ ergeben sich bei der Durchführung dieses Vorhabens vor allem technisch-organisatorische Schwierigkeiten.

In Bankkreisen wird die Einführung der Kleinaktie wegen der damit verbundenen größeren Belastung des Bankenapparates - unrationelle Bearbeitung und hoher Verwaltungsaufwand bei niedrigen Provisionen - abgelehnt. Die Banken

1) Das DM-Bilanzgesetz (§ 44) gestattete während einer bestimmten Übergangszeit (bis 31. 12. 54) für die auf DM umgestellten Aktien einen Nennbetrag von DM 20, -- und DM 50, --

2) vgl. "Aktie in Kleinbeträgen" in ZfdgK, Jg. 1954, Nr. 3, S. 87

3) U. a. schlug die Frankfurter Bank Hardy u. Co. GmbH vor, Kleinaktien in einer Stückelung von DM 20, -- zu schaffen, "die den Arbeitnehmern der einzelnen Gesellschaften vorbehalten bleiben und ihnen das Recht voller Mitbestimmung und Ertragsbeteiligung auf der Grundlage der vollen Risikoübernahme gewähren sollten (vgl. "Die Wirtschaftsfrage" Juli 1950, S. 13, herausgegeben von Hardy u. Co GmbH, Frankfurt/M.)

4) So nahm z. B. der Siemens-Konzern im Jahre 1951 eine Prämienausschüttung an seine Mitarbeiter in Form von Zertifikaten auf DM-Aktien vor. - Diesem Beispiel folgten die Farbenfabriken BAYER-Leverkusen (1953). Hier machten im Jahre 1954 11 % und im Jahre 1955 13 % der Belegschaft Gebrauch von der ihnen zur Zeichnung angebotenen Aktienübernahme. (vgl. ZfdgK, Jg. 1956, Heft 3, S. 80)

5) In § 8 AktG ist der Mindestnennbetrag der Aktien auf DM 100, -- festgesetzt.

führen Kleinstorders unter 1.000, -- DM nur ungern aus. Auch an der Börse stößt die Lieferung kleiner Beträge auf große Schwierigkeiten, insbesondere wegen der Entstehung schlecht verrechnungsfähiger Spitzen¹⁾. - Weitere Probleme liegen in der Ausübung des Stimmrechts durch die Kleinaktionäre²⁾ sowie in ihrer mangelnden Bereitschaft, das mit der Aktie verbundene Risiko zu tragen. Ihr Anspruch auf Sicherheit und hohe, gleichbleibende Dividende würde jedoch die Aktie zur Obligation denaturieren.

Ein großes Hemmnis für den Erwerb einer Kleinaktie sind die hohen Anschaffungs- und Verkaufskosten, die den Ertrag aus dieser Anlage übersteigen. Der An- und Verkauf einer Kleinaktie von 20, -- DM wird mit 5,40 DM veranschlagt. Um lediglich diese Kosten auszugleichen, müßte der Erwerber eines solchen Papiers 36 % Dividende vereinnahmen³⁾.

Auch für die emittierenden Gesellschaften bedeuten die Aufwendungen (Emissions- und Verwaltungskosten) für Kleinaktien ein Mehrfaches des Aufwandes für Aktien mit höherem Nennbetrag.

Insgesamt betrachtet ergeben sich weder für den Kleinaktionär noch für die Industrieunternehmen nennenswerte Vorteile. Der Plan, durch Schaffung von Aktien in kleinster Stückelung dem Aktienmarkt neue Interessenten und damit den Unternehmen neues Kapital in größerem Umfang zuzuführen, erscheint deshalb wenig erfolgversprechend.

3. Die problematische Volksaktie

Als sich die Erkenntnis durchsetzte, daß die Kleinaktie nicht nur den Belegschaften von Industrieunternehmen vorbehalten werden könne, sondern daß der Aktienmarkt von einer möglichst breiten Schicht getragen werden muß, entschlossen sich politische Kreise, eine "Volksaktie" zu schaffen.

-
- 1) Auch bei dem heute höheren Nennbetrag erscheinen häufig Notierungen mit Stern, was besagt, daß kleine Stücke ohne Umsatz geblieben sind.
 - 2) Die Ausübung des Stimmrechts kann zwar den Banken übertragen werden, doch würde sich infolge der Vielzahl der Kleinaktionäre eine Zersplitterung der Interessen ergeben, die sich schwerlich auf einen Nenner bringen ließen. Zudem bedeutet die Einholung der Ermächtigung für die Banken einen zusätzlichen Verwaltungsaufwand, der in keinem annehmbaren Verhältnis zu dem geringen Verwaltungsertrag aus den Kleinaktien steht.
 - 3) vgl. "Handelsblatt", Jg. 1954, Nr. 30, Seite 5, "Was würden Kleinaktien kosten?"

Zur Durchführung dieses Planes sollte ein Teil der staatlichen Erwerbsunternehmen reprivatisiert werden, indem man ihre Aktien Privatpersonen zur Zeichnung anbot.

Die zahlreichen politischen und sozialen Zwecke - Verhinderung einer zu großen staatlichen Vermögensbildung, nach sozialen Gesichtspunkten gestaffelte Erwerbspreise der Volksaktien u. a. m. - führten zu langen und heftigen Diskussionen im Parlament und in der Presse. Da jedoch über wesentliche Verfahrensfragen keine Einigung erzielt werden konnte, verzögerte sich die Verwirklichung des Vorhabens immer wieder¹⁾.

In den Diskussionen wurden vor allem folgende Probleme erörtert:

1. Welche Arten bzw. Branchen der staatlichen Unternehmen eignen sich für die Reprivatisierung? Was soll mit den unrentablen Betrieben eines staatlichen Konzerns geschehen?
2. In welcher Form und in welcher Zeitspanne soll die Umwandlung der staatlichen Unternehmen und ihrer Beteiligungen (soweit sie nicht bereits als Aktiengesellschaften bestehen) in die Rechtsform der Aktiengesellschaft stattfinden?
3. Wie erfolgt die börsentechnische Durchführung (Bewertungsproblem, Kursbildung, Belastung des Aktienmarktes durch zu großes Angebot usw.)?²⁾
4. Besteht eine genügende Aufnahmefähigkeit und Aufnahmebereitschaft im Publikum für die neu emittierten Volksaktien?

1) Erst im Mai 1957 wurde im Bundestag ein Gesetzentwurf eingebracht, der die Umwandlung des Volkswagenwerkes von einer GmbH in eine Aktiengesellschaft vorsieht. Die als "Volksaktien" bezeichneten Anteile sollen in Form von vinkulierten Namensaktien (§ 4) in einer Stückelung von DM 50, - (§ 2) ausgegeben werden, wobei sich der Erwerbspreis nach der Einkommenshöhe richtet (§ 10). Juristische Personen werden vom Erwerb ausgeschlossen (§ 4, I). (vgl. "Entwurf eines Gesetzes über die Rechtsverhältnisse bei der Volkswagenwerk GmbH und die Überführung der Anteilsrechte in private Hand", in "Die Verhandlungen des Deutschen Bundestages", 3. Wahlperiode, Bonn 1957/58, Drucksache 102).

2) Um eine breite Eigentumsstreuung zu gewährleisten, sollen die Volksaktien den Kleinsparern vorbehalten bleiben. Zur Sicherung gegen Aufkäufe sollen die Aktien mit einer Sperrfrist für die Übertragung belegt werden (Verstoß gegen das Prinzip der Mobilität der Aktien!).

Die hier aufgezeigten Probleme lassen erkennen, daß sich der Schaffung von Volksaktien erhebliche Schwierigkeiten in den Weg stellen.

Sowohl die gesetzliche Verankerung als auch die technisch-organisatorische Durchführung bedürfen deshalb einer genauen Regelung, wenn mit der Volksaktie eine wirksame Popularisierung des Aktiensparens erreicht werden soll¹⁾.

II. Das Investment-Sparen

1. Wesen und Aufgaben der Investment-Gesellschaften

Unter den Plänen für die Wiederbelebung des Aktienmarktes durch die Popularisierung des Effektensparens verdient die Förderung des Investment-Sparens besondere Beachtung.

Die Aufgabe der Investment-Gesellschaften als Institution des Investmentsparens besteht darin, die aus Mangel an Erfahrung und aus Furcht vor dem Risiko weit verbreitete Scheu vor der Anlage von Spargeldern in Effekten zu überwinden und dem Aktienmarkt neue Schichten von Anlegern zuzuführen.

Durch eine breite und gleichmäßige Streuung der in den Investment-Fonds übernommenen Effekten nach Wirtschaftszweigen und nach unterschiedlichen Unternehmen in teilweise verschiedenen Gebieten wird eine optimale Risikoverteilung gewährleistet; denn ein nach diesen Gesichtspunkten gemischter Fonds bietet die denkbar größte Sicherung des angelegten Geldkapitals und des daraus erzielbaren Ertrages. Die sachkundige Auswahl und Verwaltung des Fonds durch die Investment-Gesellschaft machen das Investment-Zertifikat zu einer idealen Anlagemöglichkeit für die börsenunkundigen und risikoscheuen Sparer. Die kleine Stückelung der Zertifikate ermöglicht auch Kleinsparern den Erwerb von Effekten. Diese Anlageform ist deshalb besonders geeignet, dem Effektenmarkt einen breiteren Anlagerkreis zuzuführen.

2. Investment-Sparen und Industriefinanzierung

Im Gegensatz zur Emission von Aktien oder Obligationen bedeutet die Ausgabe von Investment-Zertifikaten keine unmittelbare Zuführung neuen Geldkapitals,

1) Die Entwicklung ab 1957 wird nicht mehr berücksichtigt.

da es sich hierbei um eine Effektsubstitution handelt. Für die Gründungsfinanzierung einer neuen Industrie-Aktiengesellschaft kommt deshalb das Investment-Zertifikat - abgesehen davon, daß die Effekten neu gegründeter Unternehmen aus Vorsichtsgründen nicht in den Fonds genommen würden - nicht in Betracht. Bei Kapitalerhöhungen bereits bestehender, gut renommierter Unternehmen kann indessen ein Teil der bei den Banken befindlichen, aber noch nicht im Publikum untergebrachten Papiere in den Fonds übernommen werden. Dadurch wird bei den Banken ein entsprechend großer Betrag, der in diesen Effekten gebunden war, für die Übernahme neuer Emissionen frei. Dem Aktienmarkt kann auf diese Weise neues Material zugeführt werden. - Darüber hinaus besteht die Aussicht, daß bei einer günstigen Entwicklung des Investment-Sparens sich eventuell aus den Besitzern von Investment-Zertifikaten Käufer von Einzelwerten, d.h. neue Aktionäre, entwickeln.

Für die Industrieunternehmen bietet die Investment-Anlage außerdem den Vorteil, daß die Investment-Gesellschaften mit ihrer Beteiligung keine Einflußnahme auf die Unternehmen beabsichtigen; denn die Aufgabe der Investment-Gesellschaften besteht lediglich in der treuhänderischen Verwaltung des Fonds mit dem Ziel, die darin angelegten Kapitalwerte zu erhalten und eine möglichst hohe Rendite zu erzielen.

3. Die erfolgreiche Entwicklung des Investment-Sparens

Während in den anderen Ländern wie der Schweiz und den USA die Investment-Gesellschaften weit verbreitet sind, bestand in Deutschland lange Zeit nach der Währungsreform nur die im Jahre 1949 gegründete "Allgemeine Deutsche Investment-Gesellschaft mbH" in München mit ihren Fonds "FONDAK" (reiner Aktienfonds) und "FONDRA" (gemischter Fonds aus Aktien und Rentenpapieren), denen 1955 der "Fonds industrieller Spezialwerte FONDIS" folgte¹⁾.

Die Gründung neuer Investment-Gesellschaften wurde hauptsächlich wegen der fehlenden gesetzlichen Voraussetzungen wie der Rechtsstellung, Wahl der Rechtsform und steuerrechtliche Probleme etc. verhindert. Nicht zuletzt fehlte es auch an der nötigen Aufklärung des Publikums über das Wesen, die Aufgaben und die Vorteile des Investment-Sparens, die das Vertrauen zu dieser Anlageform erst einmal schaffen mußte.

1) vgl. Werbebroschüre der "Allgemeinen Deutschen Investment Gesellschaft mbH, München-Düsseldorf".

Nachdem durch den Aufschwung am Aktienmarkt das für die Bildung von Investmentfonds nötige Material zur Verfügung stand und die schwebenden Rechtsprobleme in einem Gesetzesentwurf¹⁾ einer Lösung zustreben, kam es im Jahr 1956 zu einer "Massengründung" neuer Investment-Gesellschaften.

Außer der schon erwähnten "Allgemeinen Deutschen Investment-Gesellschaft mbH" entstanden:

- a) die "Deutsche Investment-Trust Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH, Frankfurt/Main" mit ihrem Aktienfonds "CONCENTRA",
- b) die "Union-Investment GmbH, Frankfurt/Main" mit ihrem "UNIFONDS",
- c) die "Deutsche Kapitalanlagegesellschaft mbH" mit ihrem "DEKAFONDS", in Düsseldorf,
- d) die "Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH", Frankfurt/Main, mit ihrem Fonds "INVESTA"²⁾.

Gleichlaufend vollzog sich eine steigende Entwicklung der Absatzzahlen an Investment-Zertifikaten³⁾. Es zeigte sich, daß das Investment-Sparen sich einer zunehmenden Beliebtheit erfreute.

Dem Effektenmarkt gab das Investment-Sparen nicht nur einen Auftrieb, sondern es erwies sich auch in Zeiten der Baisse als wertvolle Stütze für das Kursniveau.

Mit Hilfe des Investment-Sparens⁴⁾ besteht deshalb durchaus die Möglichkeit, neue Sparerschichten für die Effektenanlage zu gewinnen und damit Geldkapital für die Industriefinanzierung zu mobilisieren.

1) vgl. Gesetzesentwurf über Kapitalanlagegesellschaften in Drucksache 1585 der Verhandlungen des Deutschen Bundestages, 2. Wahlperiode, 101. Sitzung, S. 5640 C.

2) vgl. die Prospekte der von verschiedenen Bankgruppen gegründeten Investment-Fonds.

3) Bis Juli 1957 wurden abgesetzt:	DM (Mio)
a) FONDAK, FONDRA, FONDIS	48,8
b) CONCENTRA	87
c) INVESTA	54
d) DEKAFONDS	13
e) UNIFONDS	12

vgl. "Der Volkswirt", Beilage zu Heft 39 v. 28. 9. 57 "Börsen- und Emissions-geschäft", S. 38

4) Die endgültige Regelung des Investment-Sparens erfolgte durch das Gesetz über Kapitalgesellschaften vom 16. 4. 57, BGBl. I, S. 378-384

ZUSAMMENFASSENDE ÜBERSICHT

Im Rahmen dieser Arbeit wurde eine Vielfalt von Finanzierungsvorgängen und Finanzierungsproblemen der industriellen Effektenfinanzierung seit der Währungsreform kritisch untersucht. Die zahlreichen Ursachen der Funktionsunfähigkeit des Effektenmarktes bzw. der Börse sowie die daraus entstandenen Folgen für die Industriefinanzierung wurden eingehend behandelt.

Aus den Untersuchungen ging hervor, daß sich der Wiederaufbau und Ausbau der Industriegesellschaften in Form umfangreicher Kapazitätserweiterungen und Rationalisierungsinvestitionen in den Jahren von der Währungsreform bis Ende des Jahres 1954 ohne wesentliche Mitwirkung des Effektenmarktes vollzogen hat. Der Anteil der Effektenfinanzierung an den Netto-Anlage-Investitionen der Industrie betrug in dieser Zeit nur wenige Prozent, während der Hauptteil durch die Selbstfinanzierung, die öffentlichen Kredite und die kurzfristigen Bankkredite finanziert wurde.

Es wurde dargelegt, daß in den ersten Jahren nach der Währungsreform die Voraussetzungen für eine ausreichende Effektenfinanzierung der Industrie nicht gegeben waren und daß deshalb eine zwangsläufige Notwendigkeit zu einer hohen Selbstfinanzierung bestand. Ohne Zweifel aber wurde die mangelhafte Entwicklung des Effektenmarktes zu einem großen Teil durch die Kapitalmarktpolitik verschuldet, die die Effektenfinanzierung der Industrie lange Jahre hindurch durch eine diskriminierende Steuerpolitik benachteiligte.

Die Untersuchungen führten zu dem Ergebnis, daß eine Finanzierung über den Effektenmarkt nicht nur eine gleichmäßigere Vermögensverteilung und niedrigere Preise zur Folge gehabt hätte als die Selbstfinanzierung und staatliche Zwangskapitalbildung, sondern in manchen Fällen auch zu einer rationelleren Kapitalverwendung geführt hätte.

Weiterhin hätte die für die finanzielle Stabilität der Industrieunternehmen und des Bankenapparates wichtige Konsolidierung der zur Investitionsfinanzierung eingesetzten kurzfristigen Kredite rascher und in größerem Umfang stattfinden können.

Es wurde ausgeführt, daß durch die Verlängerung der kurzfristigen Kredite in mittelfristige die Gefahr der Illiquidität für die Industrieunternehmen zwar zurückgedrängt, nicht aber beseitigt wurde. Im Gegensatz dazu wird bei der Effektenfinanzierung das Sparkapital in endgültige Formen überführt und damit das Liquiditätsproblem für die Industrieunternehmen und die Banken am besten

gelöst. Die Effektenfinanzierung trägt deshalb wesentlich zur Stärkung der Krisenfestigkeit und zu einer gesunden Finanzierungsstruktur der Wirtschaft bei.

Zwar konnten am Kapitalmarkt von Jahr zu Jahr größere Fortschritte erzielt werden; doch wurde nicht jener Umfang der Effektenfinanzierung erreicht, der dem hohen Investitionsvolumen entsprochen hätte und der erforderlich ist, die Gefahr ernster Liquiditätsschwierigkeiten im Falle eines Konjunkturrückschlages weitgehend auszuschalten.

Wenn auch seit den Jahren 1955/56 ein außerordentlich starkes Ansteigen der Aktienfinanzierung festzustellen ist, so ist nicht nur die Aufrechterhaltung dieses Emissionsvolumens, sondern darüber hinaus eine noch stärkere Finanzierung über den Effektenmarkt erwünscht.

Im Zuge der Verbreiterung des Effektenmarktes müssen auch die Unternehmen jener Wirtschaftszweige die Möglichkeit zur Kapitalerhöhung erhalten, die sich infolge ihrer weniger günstigen Ertragslage die teure Kapitalbeschaffung über die Aktienemissionen nicht leisten konnten. Gerade diese Unternehmen bedürfen einer Verstärkung ihrer Eigenkapitalbasis, um möglichen Anspannungen ihrer Liquidität gewachsen zu sein.

Die Voraussetzungen für eine verstärkte Effektenfinanzierung liegen zum größten Teil bei der Kapitalmarktpolitik und hier wiederum vor allem bei der staatlichen Finanzpolitik; denn die bisherige Kapitalmarktpolitik war für die Industriefinanzierung nicht nur ungenügend, sondern auch konzeptionslos und diskriminierend.

Die wichtigste Forderung besteht darin, alle Hindernisse auf dem Effektenmarkt, die der industriellen Aktien- und Obligationenfinanzierung im Wege stehen, zu beseitigen, um wieder zu einer Marktfinanzierung nach den Regeln des freien Wettbewerbs zwischen den Emittenten zurückzukehren. Die Wahl der Finanzierungsform soll sich nicht mehr nach steuerlichen Erwägungen richten, sondern nach den Erfordernissen des betriebsnotwendigen Kapitalbedarfs unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur.

Die Selbstfinanzierungsmöglichkeit müßte zugunsten der Effektenfinanzierung eingeschränkt und eine Umschaltung auf eine marktmäßige Investitionsfinanzierung versucht werden.

Es wäre jedoch falsch, nur die Kapitalmarktpolitik für die weitere Entwicklung der Industriefinanzierung verantwortlich zu machen. Auch die Industrieunternehmen können ihren Teil zu einer stärkeren Effektenfinanzierung beitragen,

und zwar durch eine bessere Publizität, durch höhere Ausschüttungen und eine der Marktsituation entsprechende Emissionspolitik.

Alle Maßnahmen auf dem Gebiet der Effektenfinanzierung sollen gleichzeitig das Ziel verfolgen, wieder eine wohlfunktionierende Börse zu schaffen, die für eine erfolgreiche Effektenfinanzierung unerläßlich ist. Erst wenn die Börse die ihr zukommenden Funktionen wieder voll ausüben kann, wird sie wieder zu einem echten Markt werden, an dem Angebot und Nachfrage von Geldkapital sich nach den Regeln der Marktwirtschaft frei treffen und im Kurs ihre jeweilige Knappheit anzeigen.

Die Untersuchungen führen zu der Erkenntnis, daß die Effektenfinanzierung zu einem Schlüsselproblem geworden ist, von dessen Lösung die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität nicht nur der Industrieunternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaften, sondern in Anbetracht deren Bedeutung auch die Stabilität der Gesamtwirtschaft abhängt.

Die zukünftige Aufgabe der Effektenfinanzierung wird deshalb sein, das Erreichte zu fundieren und die Grundlagen für eine gesunde Weiterentwicklung der Industriefinanzierung zu schaffen.

Tabelle 1

A N H A N

AUFLEGUNG und ABSATZ von AKTIEN, auf

1948-1956

Wirtschafts- gruppen Jahr	Bergbau, Steine und Erden		Eisen- und Metallerzeugung u. -verarbeitung		Energiewirtschaft und Versorgungs- betriebe		Stahl-u. Eisenbau, Fahrzeug- und Schiffsbau, Fein- mechanik, Op- tik und Elektro- technik	
	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz
1948	-	-	-	-	-	-	-	-
1949	0,3	0,3	-	-	12,0	12,0	-	-
1950	1,6	1,6	0,9	0,9	13,3	13,2	15,4	13,4
1951	1,2	1,3	-	-	57,2	52,3	12,3	12,3
1952	9,5	9,5	1,5	1,5	62,0	64,4	27,1	29,1
1953	4,8	4,8	2,0	2,0	105,7	85,7	26,4	26,3
1954	5,0	5,0	36,0	34,0	33,4	36,9	113,9	114,0
1955	116,1	116,1	46,0	43,8	149,4	165,9	402,0	399,8
1956	213,0	213,0	126,7	128,7	280,3	192,8	369,1	371,0
1948-56	351,6	351,6	213,1	210,9	713,3	623,2	966,2	965,9

Quelle: Aus einer bankinternen Statistik der Bank deutscher Länder über "Auflegung und Absatz von Aktien, aufgeteilt nach Wirtschaftsgruppen", wurden vom Verfasser dieser Arbeit die nicht-industriellen Gruppen wie Handel, Geld- und Versicherungswesen, Verkehrswirtschaft etc. eliminiert und aus den kumulativen Werten von 1948-1956 die einzelnen Jahreswerte der Auflegung und des Absatzes von Industrie-Aktien ermittelt.

nach WIRTSCHAFTSGRUPPEN (in Mio DM)

Industrie verar- bun- stoff-	Nahrungs-, Genuß- und Futter- mittelgewerbe		Sonstige verarbei- tende Gewerbe (Glas, Holz, Pa- pier, Textil etc.)		Bau- und Bau- hilfsgewerbe		Industrie insgesamt	
Absatz	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz
-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	1, 1	0, 8	2, 3	2, 3	-	-	15, 7	15, 4
0, 1	4, 4	4, 5	6, 6	4, 6	-	-	42, 3	38, 3
6, 7	4, 5	4, 4	20, 2	21, 6	0, 9	0, 9	104, 9	99, 5
23, 7	12, 5	6, 3	26, 7	27, 3	18, 3	7, 1	185, 5	168, 9
14, 4	1, 4	3, 3	8, 8	8, 8	0, 1	7, 5	163, 6	152, 8
30, 9	11, 5	11, 3	28, 7	19, 3	1, 6	5, 2	261, 0	256, 6
365, 5	40, 6	41, 6	55, 5	63, 2	2, 1	1, 9	1192, 1	1197, 8
155, 3	36, 9	37, 6	37, 4	34, 3	4, 2	4, 2	1522, 9	1436, 9
396, 6	112, 9	109, 8	186, 2	181, 4	27, 2	26, 8	3488, 0	3366, 2

AUFLEGUNG und ABSATZ von INDUSTRIE-OBLIGATIONEN

Tabelle 2

1948

Wirtschafts- gruppen Jahr	Bergbau, Ge- winnung und Verarbeitung von Steinen und Erden		Eisen- und Me- tallerzeugung und -verarbei- tung		Energiewirtschaft und Versorgungs- betriebe		Stahl-u. Eisen- Maschinen-F zeug-Schiffs- Eisen-, Stahl- Blechwareng werke, Feinm chanik, Opti u. Elektrotec	
	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz
1948	-	-	-	-	10,0	10,0	-	-
1949	-	-	-	-	269,0	83,2	-	-
1950	-	-	10,0	7,1	133,5	37,7	-	-
1951	0,2	0,2	12,0	0,2	63,0	33,8	-	-
1952	-	-	8,5	23,2	14,5	36,3	23,2	22,2
1953	112,5	112,5	23,0	8,0	80,0	188,9	20,0	20,0
1954 ¹⁾	348,7	281,3	338,2	123,3	65,7	156,8	145,9	146,0
1955	38,2	103,1	-	229,9	33,0	73,0	-	-
1956	15,0	15,0	55,0	55,0	55,0	63,2	114,2	114,2
Insgesamt	514,6	512,1	446,7	446,7	723,7	682,9	303,3	303,3

1) Unter Berücksichtigung der zurückgezogenen Emissionen.

Quelle: Aus einer bankinternen Statistik der Bank für Sozialwirtschaft AG, die die Emissionen von Industrieobligationen, aufgeteilt nach Wirtschaftszweigen, industriellen Gruppen eliminiert und aus den Jahreswerten der Auflegung und des Absatzes

EN; aufgeteilt nach WIRTSCHAFTSGRUPPEN (in Mio DM)

Chemische Industrie, Mineralverarbeitung, Wertstoff-Gummiindustrie, Kunststoffe	Nahrungs-, Genuss- und Futtermittelgewerbe			Sonstige verarbeitende Gewerbe (Feinkeramik, Glas, Sägerei, Holz, Papier, Leder, Textil, Bekleidung)		Bau- und Bauhilfsgewerbe		Industrie insgesamt	
Jahr	Absatz	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz	Auflg.	Absatz
	-	-	-	-	-	-	-	10,0	10,0
	-	1,5	0,5	-	-	30,2	12,0	300,7	95,7
	-	-	0,5	-	-	-	3,9	143,5	49,2
1940	25,0	-	0,5	-	-	-	1,0	100,2	60,7
1950	38,0	-	-	4,9	4,9	-	4,0	94,1	128,8
1960	51,0	4,0	1,6	-	-	10,0	10,0	295,5	392,7
1970	70,9	1,6	1,0	13,4	12,2	3,0	-	981,5	791,5
	0,1	-	3,0	18,9	16,6	-	6,3	90,1	432,0
1975	196,4	-	-	32,0	32,0	-	-	473,7	475,8
1975	381,4	7,1	7,1	69,2	65,7	37,2	37,2	2489,3	2436,4

Länder über "Auflegung und Absatz von Industrie-
urden vom Verfasser der Dissertation die nicht-
tiven Werten von 1948 - 1956 die einzelnen
strie-Obligationen ermittelt.

AUFLEGUNG UND ABSATZ VON INDUSTRIE-EFFEKTEN

aufgeteilt nach WIRTSCHAFTSGRUPPEN

von 1948-1956¹⁾ in Mio DM

Tabelle 3

Wirtschaftsgruppe	Auflegung			Absatz		
	Insges.	Aktien	Obligat.	Insges.	Aktien	Obligat.
1. Energiewirtschaft und Versorgungsbetriebe	DM 1437, 0	DM 713, 3	DM 723, 7	DM 1315, 1	DM 632, 2	DM 682, 9
2. Chem. Industrie Mineralölverarbeit- ung, Kohlenwert- stoff- und Gummi- industrie Kunststoffe	1305, 0	917, 5	387, 5	1278, 0	896, 6	381, 4
3. Stahl-u. Eisenbau, Maschinen; Fahrzeug-, Schiffsbau, Eisen; Stahl-u. Blechwaren- gewerbe, Feinmecha- nik, Optik und Elek- trotechnik	1269, 5	966, 2	303, 3	1269, 2	965, 9	303, 3

5. Eisen- u. Metall- erzeugung und -verarbeitung	659, 8	213, 1	446, 7	657, 6	210, 9	446, 7
6. Sonstige verarbei- tende Gewerbe (Feinkeramik, Glas, Sägerei, Holz, Papier, Leder, Textil, Bekleidung)	255,4	186, 2	69, 2	250, 1	184, 4	65, 7
7. Nahrungs-,Genuß- u. Futtermittel - gewerbe	120, 0	112, 9	7, 1	116, 9	109, 8	7, 1
8. Bau- und Bauhilfs- gewerbe	64, 4	27, 2	37, 2	64, 0	26, 8	37, 2
Insgesamt:	5977, 3	3488, 0	2489, 3	5814, 6	3378, 2	2436, 4

1) von der Währungsreform bis einschließlich Oktober 1956.

Quelle: vgl. Tabelle 1 und 2



Tabelle 4

Industrie-Gruppe	2. Hj. 1948	1949	
1. Bergbau ¹⁾	260	700	
2. Grundstoff- und Produktionsgüterindustrie	480	1035	
3. Investitionsgüterindustrie	390	830	
4. Verbrauchsgüterindustrie	355	765	
5. Nahrungs- und Genussmittelindustrien	255	520	
6. Industrielle Kleinbetriebe	30	60	
Industrie insgesamt 65.410, Mio DM	1170	3910	

Quelle: "Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung" des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung in Berlin, Jg. 1950, Seite 51

1) Vorläufige rohe Schätzungen

+) Schätzung des DIW; in Mio DM zu jeweiligen Preisen

95/196

DER INDUSTRIE IN DER BUNDESREPUBLIK (in Mio DM)

18 - 1956⁺)

1951	1952	1953	1954	1955	1956
1040	1370	1690	1850	1830	.
1990	2465	2740	3450	4600	.
1570	1720	1860	2090	3010	.
1025	920	980	1130	1340	.
605	625	620	670	760	.
70	80	80	80	90	.
6300	7180	7970	9270	11630	12670

Tabelle 5

KAPITALAUFBAU DER AKTIEN

Bilanzposten	Jahr	21. 6. 1948 ⁴⁾	1949 ⁴⁾	1950 ⁴⁾
	Zahl d. erf. Bilanzen	1523	1534	1571
Grundkapital ¹⁾		54,4	41,6	36,4
Rücklagen		29,7	22,6	19,7
Vermögensabgabe		-	1,2	1,2
Wertberichtigung		-)		
§ 36 IHG		-)		0,4
Wertberichtigung		-)		
§§ 7c, d, EStG		-)	0,0	
Gewinnvortrag		-	0,5	1,2
./.. Verlustvortrag ²⁾		0,4	0,2	-
Eigenkapital		83,7	65,7	58,4
Langfr. Rückstellungen		7,4	7,4	9,7
alle übrigen Rückstellungen		.	.	.
Sozialverbindlichkeiten		-	-	-
Kreditgewinnabgabe ³⁾		-	-	6,4
Langfr. Verbindlichkeiten		4,9	4,9	
alle übrigen Verbindlichkeiten		20,7	20,7	24,7
Fremdkapital		33,0	33,0	40,7
Sonstige Passiva		0,5	0,5	0,5
Jahresgewinn		0,8	0,8	0,8
Bilanzsumme		100,0	100,0	100,0

1) Nominalbetrag abzüglich der ausstehenden Einlagen, des Buchwertes der eigenen Aktien

2) 1950 und 1951 noch nicht gesondert erfaßt; für die Jahre 1948, 1949 und 1951 als Kassenbestand

3) Nach Abzug des LA-Gegenpostens

4) Die Werte für die Jahre 1948, 1949 und 1952 wurden aus der Tabelle "Vermögen und Statistik", Jg. 1955, Heft 5, Seite 238, entnommen.

1951	1952 ⁴⁾	1953	1954	1955	1956
573	1385	1516	1516	1516	1232
0,9	29,5	27,6	26,1	24,4	23,8
7,4	16,7	16,0	15,0	14,2	13,2
0,8	1,5	1,3	1,2	1,0	0,8
	0,3	1,1	1,6	1,9	1,8
0,2					
	0,7	1,6	2,3	2,1	2,0
1,1	0,8	0,5	0,3	0,1	0,2
-	-	0,2	0,2	0,2	0,1
0,4	49,5	47,9	46,3	43,5	41,9
2,2	3,2	4,9	6,6	6,9	7,5
	8,6	7,6	6,3	7,2	7,3
-	-	0,8	1,2	1,4	1,4
7,8	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7
	8,5	10,3	12,7	13,2	13,8
3,3	27,6	25,5	24,0	24,8	25,2
3,3	49,2	50,2	51,7	54,3	55,9
5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5
8	0,9	1,5	1,5	1,6	1,7
00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

r Kapitalentwertungskonten.
rtungskonten erfaßt.

ufbau der Industrie-Aktiengesellschaften" in "Wirtschaft

LITERATURVERZEICHNIS

Bücher

- v. Beckerath, H. Kapital- und Geldmarkt, Jena 1916
- Beckmann, L. Die betriebswirtschaftliche Finanzierung,
München, 1956, 2. Aufl.
- Forstmann, A. Geld und Kredit, I. und II. Teil, Göttingen 1952
- Fürst, M. Die Börse, Leipzig 1923
- Hagest, K. Die Selbstfinanzierung des Betriebes, Stuttgart 1952
- Hesse, H. Die Industrie-Obligation, Berlin 1940
- Kalveram, W. Bankbetriebslehre, 2. Aufl., Wiesbaden 1950
- ders. Finanzierungen, in "Die Handelshochschule",
Wiesbaden 1952
- Keynes, J. M. Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und
des Geldes, dt. Übersetzg. München und Leipzig 1936
- Kraus, K. Der Kapitalzins im Kreuzfeuer, München 1951
- Lehmann Handelsrecht, Teil: Gesellschaftsrecht, Berlin 1949
- Lukas, E. Aufgaben des Geldes, Stuttgart 1937
- ders. Geld und Kredit, Heidelberg 1951
- Machlup, F. Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung,
Wien 1931
- Meithner, K. Die Preisbildung an der Effektenbörse, Wien 1930
- Mellerowicz, K. Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 10. Aufl.,
Sammlung Götschen, Berlin 1958
- ders. Kapitalverkehr, in "Die Handelshochschule",
Wiesbaden 1950
- Merkel, H. G. Theorie der Kapitalmarktpolitik, Berlin 1955
- Obst, G. Das Bankgeschäft, Bd. II, Bankpolitik, 9. Aufl.,
Stuttgart 1930
- Obst-Hintner Geld-, Bank- und Börsenwesen, 34. Aufl.,
Stuttgart 1955

Prion	Die Selbstfinanzierung der Unternehmung, Berlin 1931
Rusch, H.	Die Wandelschuldverschreibung, Berlin 1956
Schacher	Die Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften, Berlin 1926
Schmalenbach, E.	Die Finanzierung der Betriebe, Köln-Opladen, Bd. 1: Kapital, Kredit und Zins (1951), Bd. 2: Die Beteiligungsfinanzierung (1949), Bd. 3: Die Aktiengesellschaft (1950)
Schmölders, G.	Organische Steuerreform, Berlin und Frankfurt/M. 1953
Sellien, H.	Finanzierung und Finanzplanung, Wiesbaden, 1952
Sewering, K.	Der Kapitalverkehr, Essen 1956
Sieg, H.	Börsenrecht, München und Berlin 1953
Sommerfeld, H.	Börsenverkehr und Börsengeschäfte, Berlin 1931
Töndury und Gsell	Finanzierungen, Zürich 1948 Bd. 1: Kapitalplanung und Kapitalbeschaffung, Bd. 2: Umfinanzierung und Kapitaldisposition
Walb	Finanzwirtschaftliche Bilanz, 2. Aufl., Duisburg 1948

Sammel- und Nachschlagewerke

Die Bank, herausgegeben von K. Theisinger und J. Löffelholz, Wiesbaden 1952
Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Berlin 1952
Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Köln und Opladen 1958
Handbuch des gesamten Kreditwesens, Frankfurt/M. 1953
Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, II. Aufl., Frankfurt/M. 1957
Bank-Lexikon, II. Aufl., Wiesbaden 1959
Wirtschafts-Lexikon, I. Aufl., Wiesbaden 1956
Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Stuttgart 1956
Körperschaftsteuergesetz (Kommentar) von W. Blümich, O. Klein und W. Stein- bring, Berlin und Frankfurt/M. 1956

Deutsche Steuergesetze, München und Berlin

Wirtschaft und Statistik, Jg. 1948-1957

Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland, Jg. 1952 - 1957

Bundesgesetzblatt, Jg. 1949 - 1956

Bundesanzeiger, Jg. 1949 - 1956

Amtsblatt der Militär-Regierung Deutschland, Brit.Kontrollgebiet, Jg. 1945 -
1951

Amtsblatt des Kontrollrats in Deutschland, Jg. 1945 - 1948

Amtsblatt der Alliierten Hohen Kommission für Deutschland, Jg. 1954 und 1955

Zeitschriften

Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Jg. 1950 - 1956)

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (Jg. 1948 - 1957)

Der Volkswirt (Jg. 1948 - 1957)

Steuer und Wirtschaft (Jg. 1952 - 1956)

Das Wertpapier (Jg. 1952 - 1956)

Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung des Deutschen Instituts für Wirt-
schaftsforschung, Berlin, Jg. 1952 - 1957

Berichte

Die Börse, Berliner Bank A G (Jg. 1950 - 1956)

Das Börsenbild, Deutsche Bank A G (Jg. 1950 - 1956)

Börsen- und Wirtschaftshandbuch der Frankfurter Zeitung (1950 - 1956)

Rund um die Börse, Bankverein Westdeutschland, 1954

Kapitalmarkt und Börse, Hamburger Kreditbank (Jg. 1950 - 1956)

Geschäftsbericht der Bank deutscher Länder (Jg. 1948 - 1956)

Monatsberichte der Bank deutscher Länder (Jg. 1948 - 1957)

Berichte des Instituts für Finanzen und Steuern, Bonn

Die Wirtschaftslage, Hardy und Co., Frankfurt/M., Jg. 1950 - 1954

Schriftenreihe des Instituts für Wirtschaftsprüfer (Jg. 1954 - 1956)

Vortragsreihe des Deutschen Industrie-Instituts Köln (Jg. 1955)

Zeitungen

Deutsche Zeitung und Wirtschaftszeitung, Stuttgart (Jg. 1950 - 1957)

Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt (Jg. 1950 - 1957)

Handelsblatt, Düsseldorf (Jg. 1949 - 1957)

Industriekurier, Düsseldorf (Jg. 1949 - 1957)

Die Welt, Hamburg (Jg. 1950 - 1957)

Die Zeit, Hamburg (Jg. 1953 - 1957)

L e b e n s l a u f

Geboren am 20. Januar 1930 in Riedlingen/Do., Württemberg, als Sohn des Kaufmanns Rudolf Dorner und seiner Ehefrau Josefine, geb. Traub.

Besuch der Volksschule von 1937 bis 1941 und der Oberschule von 1941 bis 1950 in Riedlingen. Ablegung der Reifeprüfung im Sommer 1950.

Beginn des Studiums der Volks- und Betriebswirtschaft im Winter-Semester 1950/51 an der Universität München. - Besuch der Münchener Dolmetscher-Schule.

Im Sommer-Semester 1952 Wechsel an die Universität Köln. Ablegung der Diplomprüfung für Kaufleute an dieser Universität im Juli 1954.

Fortsetzung des Studiums im Winter-Semester 1954/55 an der Universität Hamburg mit dem Ziel der Promotion.

Berufliche Tätigkeit bei einem öffentlich-rechtlichen Kreditinstitut in Hamburg von September 1957 bis Juni 1959.

Infolge langer, schwerer Krankheit des Referenten Professor Dr. Dr. Karl Sewering, Hamburg, wurde die Dissertation von Professor Dr. Otto Hintner, München, weiterbetreut.

Ab Sommer-Semester 1959 Studium an der Universität München bis zum Abschluß der Promotion.

